

# UNIVERSIDAD DEL SALVADOR



## **FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS**

DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN Nº 2

---

### **Encajes fraccionarios remunerados por el Banco Central. La experiencia argentina (1977-1989)**

---

Héctor Juan Rubini

---

Diciembre de 2010

MARCELO TORCUATO DE ALVEAR 1335  
C1058AAU CIUDAD DE BUENOS AIRES, ARGENTINA  
TEL +5411-4816-1904  
<http://www.ecousal.com.ar>



## **AUTORIDADES**

### **RECTOR**

Dr. Juan Alejandro Tobías

### **VICERRECTOR ACADÉMICO**

Lic. Javier Alonso Hidalgo

### **VICERRECTOR ECONÓMICO A/C**

Dr. Fernando Lucero Schmidt

### **VICERRECTOR DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO**

Dr. Fernando Lucero Schmidt

### **DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**

Mag. Sergio García

### **DIRECTOR DEL INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS**

Mag. Juan Miguel Massot



# Encajes fraccionarios remunerados por el Banco Central. La experiencia argentina (1977-1989)

Héctor Juan Rubini \*

Instituto de Investigaciones Económicas  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad del Salvador

## Resumen

Este Documento de Trabajo evalúa la experiencia argentina entre 1977 y 1989 con el uso de encajes fraccionarios remunerados por el Banco Central como instrumento de control monetario. La evidencia histórica analizada revela que dicha experiencia no ha sido nada exitosa. No desalentó la suba de la tasa de interés, generó acreencias de las entidades contra el Banco Central, que debió cancelar emisión monetaria, coadyuvó al crónico subdesarrollo del mercado de crédito bancario, y debilitó el efectivo control de los instrumentos de política monetaria por parte del Banco Central. En relación con el actual contexto de la economía argentina, esta experiencia histórica sugiere que los encajes remunerados con emisión monetaria no son necesariamente superiores a la emisión de deuda del Banco Central para esterilizar la emisión de moneda local para compras netas de divisas.

## Abstract

This paper provides an assesment of the Argentine experience of between 1977 and 1989 with the use of legal reserve requirements rewarded by the Central Bank, as a monetary control instrument. Historical evidence shows that it was an unsuccessful experience. That system did not stop interest rates hikes, raised Central Bank's liabilities to private banks, that were paid via printing money, strengthened the underdevelopment of local credit market, and weakened Central Bank's effectiveness at controlling monetary policy tools. Regarding to current scenario in Argentina, this historical experience suggests that legal reserves rewarded with money balances are not better than Central Bank's interest-bearing debt at sterilizing money balance increases because of foreign exchange purchases.

Clasificación JEL: E58, E65, N26, .

Palabras clave: Encajes remunerados, Cuenta de Regulación Monetaria, déficit cuasifiscal, hiperinflación, Plan BONEX

\* El autor agradece los comentarios de Juan Massot. Todas las opiniones en este documento son exclusivamente del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista ni las opiniones de la Universidad del Salvador, de la Facultad de Ciencias Económicas, del Instituto de Investigaciones Económicas, ni las de sus respectivas autoridades. Todo error y/u omisión son de exclusiva responsabilidad del autor.



## Índice

<b>1. Introducción y motivación</b>	<b>4</b>
<b>2. De la nacionalización de depósitos a la Cuenta de Regulación Monetaria</b>	<b>5</b>
2.a. Introducción	5
2.b. Liberación financiera y encajes fraccionarios	5
<b>3. La Cuenta de Regulación Monetaria</b>	<b>8</b>
3.a. El instrumento	8
3.b. Escenarios críticos (1980-82)	13
3.c. La reforma de julio de 1982	14
3.d. Las reformas de 1983	18
<b>4. De la C.R.M. a los encajes remunerados y los depósitos indisponibles</b>	<b>18</b>
<b>5. Las innovaciones de 1986 y 1987</b>	<b>21</b>
<b>6. Las reformas de 1988</b>	<b>23</b>
<b>7. Los encajes remunerados bajo alta inflación</b>	<b>25</b>
<b>8. Hiperinflación y transición</b>	<b>29</b>
<b>9. El gobierno de Menem</b>	<b>30</b>
9.a. El Plan "BB I"	30
9.b. Plan "BB II"	32
9.c. El Plan Erman I	33
<b>10. El Plan BONEX (o "Plan Erman II")</b>	<b>33</b>
10.a. La sorpresiva confiscación de depósitos	33
10.b. Beneficiarios y perjudicados por el "Plan"	35
<b>11. El escenario actual ¿justifica volver a utilizar este tipo de instrumentos?</b>	<b>36</b>
<b>12. Conclusiones</b>	<b>38</b>
<b>Apéndice I. Texto de la Ley 21.572 (Cuenta de Regulación Monetaria)</b>	<b>40</b>
<b>Apéndice II. Bitácora de un período turbulento: 1981-83</b>	<b>41</b>
<b>Anexo estadístico</b>	<b>44</b>
<b>Referencias</b>	<b>46</b>



## 1. Introducción y motivación

Este trabajo presenta una evaluación retrospectiva de la experiencia del Banco Central de la República Argentina (B.C.R.A.) en materia de remuneración de encajes fraccionarios entre 1977 y 1989. El objetivo de este análisis retrospectivo es el de proveer una suerte de advertencia en relación con sugerencias informales conocidas en el presente año respecto de la conveniencia y oportunidad de que el B.C.R.A. proceda a remunerar los encajes fraccionarios.

La discusión del tema cobra interés actual por el notable crecimiento en la presente década del stock de Letras y Notas del B.C.R.A. (LEBAC y NOBAC, respectivamente) que emite la autoridad monetaria con el objetivo aparente de esterilizar la emisión monetaria para la compra de divisas provenientes de exportaciones. Se trata de títulos de deuda, que pagan capital e intereses en efectivo. Al esterilizar la emisión monetaria requerida para comprar divisas, permiten minimizar el potencial impacto inflacionario, mientras se preserva la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal. En el último año y medio este último se ha estabilizado entre 3,8 y 4,0 pesos por dólar, pero con el costo de un sostenido incremento del stock de esa deuda interna, y sin control visible sobre la inflación. La emisión de LEBAC y NOBAC ha crecido sin interrupciones entre marzo de 2002 y julio de 2007, y luego decreció de manera oscilante hasta el 7 de julio de 2009<sup>1</sup>. A partir de entonces, las LEBAC y NOBAC, junto a la base monetaria y las reservas internacionales han aumentado de manera sostenida hasta el pasado 03/12/2010.

La velocidad de crecimiento de las LEBAC y NOBAC no ha pasado desapercibida. Diversos economistas locales vienen observando esta dinámica y el riesgo de una acumulación insostenible de servicios a pagar en concepto de intereses y amortización de capital de esos pasivos. Dado en los últimos dos años no se ha observado una sostenida baja del costo del crédito, comenzaron a conocerse sugerencias informales sobre la conveniencia de sustituir la esterilización vía LEBAC y NOBAC por encajes remunerados. El objetivo implícito pareciera ser el de esterilizar una menor proporción de la emisión para compra de divisas, incrementando la "materia prima" de depósitos que el sistema bancario requiere para aumentar la oferta de créditos, induciéndose así una potencial baja de tasas de interés activas. En algunos casos también se ha conocido (al menos a nivel periodístico) ciertas sugerencias para que el B.C.R.A. adopte una modalidad particular de remuneración de los encajes fraccionarios: que se obligue a los bancos a constituirlos en deuda pública remunerada.

A efectos monetarios, no hay diferencia entre mismo remunerar encajes y la alternativa de forzar a las entidades a constituirlos en títulos de deuda pública. Ambas han sido aplicadas en la Argentina entre 1977 y 1989, y terminaron reduciendo sustancialmente la capacidad del B.C.R.A. de controlar la oferta monetaria. Inicialmente esta modalidad nació bajo la forma de un mecanismo contable (Cuenta de Regulación Monetaria) vigente entre 1977 y 1985. Luego, y entre 1986 y fin de 1989 se instrumentó bajo la forma de encajes remunerados y de su variante equivalente, la integración de los encajes en deuda pública, cuya remuneración debía pagarse con emisión monetaria.

La instrumentación de encajes fraccionarios remunerados no sólo era gasto neto (en cabeza de la autoridad monetaria), sino que debía cancelarse vía emisión de dinero (como ocurría con el saldo negativo de la Cuenta de Regulación Monetaria), por consiguiente, terminó siendo un mecanismo endógeno de aceleración de la oferta de dinero hasta el año 1989. Las autoridades de entonces, finalmente, optaron por eliminar este mecanismo recurriendo al canje compulsivo (y no preanunciado) de certificados de depósito (pasivos de los bancos) por Bonos Externos serie 1990 (deuda del Estado). Este episodio, conocido como "Plan BONEX", fue una salida costosa y traumática. Dado que los costos fueron soportados en definitiva por los depositantes, fue percibido como una suerte de estafa perpetrada por el propio Estado, y erosionó seriamente la credibilidad en el sistema financiero por casi 4 años y medio. Es por ello, que este trabajo no se limita a la crónica detallada sobre la experiencia argentina con este instrumento de política monetaria, sino que ofrece una evaluación de sus resultados.

<sup>1</sup> Ver Gráfico 1 en la siguiente página.



En primer lugar se analizan las implicancias del cambio que significó la elección de sustituir un sistema financiero con nacionalización de depósitos (período 1973-76) por otro de liberalización financiera parcial con la adopción de encajes fraccionarios. Luego, el funcionamiento de la Cuenta de Regulación Monetaria y el déficit cuasi fiscal del Banco Central, y posteriormente la tortuosa serie de cambios (tanto en términos de cantidad como de variedad) de encajes remunerados instrumentados entre 1985 y 1989. Luego se presenta la mecánica por la cual se eliminó ese tipo de instrumento de control monetario: el Plan BONEX. La última sección, finalmente, cierra este trabajo con las conclusiones, con particular referencia a ciertas posturas a favor de su reinstauración en la actualidad.

## **2. De la nacionalización de depósitos a la Cuenta de Regulación Monetaria**

### **2.a. Introducción**

La reforma financiera de 1977 puso fin al sistema de nacionalización de depósitos vigente de 1973. El sistema de encaje de 100% de entonces fue sustituido por el régimen de encajes fraccionarios (los encajes inmovilizados) no superaban una fracción de los depósitos). Su instrumentación, en un contexto inflacionario y a la par de la liberación de tasas de interés instrumentada con dicha reforma, tornaba necesario evitar una estampida de las tasas activas, con esperados efectos negativos sobre la economía real. De ahí que se instrumentara un mecanismo contable de compensaciones y cargos a las entidades financieras: la Cuenta de Regulación Monetaria. Al compensar a las entidades financieras la pérdida esperada de rentabilidad asociada a la sustitución del régimen de encajes del 100% por otro de encaje fraccionario, las autoridades confiaban en que podría evitarse esos efectos esperados. La citada Cuenta estuvo vigente hasta principios de 1985. Sin embargo, a fines de ese año reapareció bajo la forma de la remuneración de encajes legales.

El pago de la remuneración de este mecanismo significaba un resultado neto de caja de índole fiscal, si bien en cabeza del Banco Central. La instrumentación de encajes fraccionarios remunerados, a su vez, es bajo otra apariencia, exactamente lo mismo: una compensación a las entidades por inmovilizar fondos que en esencia es gasto neto (en cabeza de la autoridad monetaria), y en la práctica se cancelaba vía emisión de dinero. De ahí que se lo haya conocido también como erogación o gasto cuasi fiscal, pues no se computaba como parte resultado financiero del Sector Público no Financiero. Sin embargo, para obtener el resultado financiero neto del Gobierno debería sumarse el resultado de todos sus organismos, incluyendo los entes financieros<sup>2</sup>.

La remuneración de encajes reduce la efectividad del control de los agregados monetarios por parte de la autoridad monetaria. Al menos parcialmente la oferta monetaria se torna endógena a las expectativas de inflación (que precisamente trata de controlar todo banco central, especialmente en economías inflacionarias). Esto resulta del hecho de que la remuneración a pagar con emisión monetaria depende de la evolución de los depósitos, y por tanto de las tasas de interés de mercado. Si se acelera la inflación, se torna más dificultoso controlar la oferta monetaria, especialmente si se generaliza y acelera la huida a moneda extranjera como reserva de valor. Como se observa en la siguientes subsecciones, a partir de cierto nivel de inflación, (y bajo determinadas formas de remuneración de encajes, esta última puede transformarse en un obstáculo para el efectivo control monetario y de las expectativas del sector privado no financiero.

### **2.b. Liberación financiera y encajes fraccionarios**

En el período 1973-76, las autoridades instrumentaron una reforma regulatoria para que el sistema financiero fuera formal y materialmente parte del propio Estado. Ya en el período 1946-55 se

---

<sup>2</sup> En la actualidad, son el Banco Central de la República Argentina, el Banco de la Nación Argentina, el Banco de Inversión y Comercio Exterior, y el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social. Desde la década pasada se agregan al esquema ahorro-inversión del Sector Público No Financiero, en columna separada, el resultado de otros intermediarios financieros creados para canalizar fondos públicos con afectación específica: los Fondos Fiduciarios del Gobierno Nacional. Actualmente son 19 Fondos Fiduciarios, de los cuales 7 fueron creados en la presidencia de Carlos Menem (entre 1990 y 1998), 9 durante el gobierno de Fernando De la Rúa (2000 y 2001), 1 en el gobierno de Eduardo Duhalde (mayo de 2002) y 2 en el de Néstor Kirchner (2004). Cfr. <http://www.minplan.gov.ar/html/fiduciarios/informe.php?descripcion=pf>





decisiones del Banco Central. Por lo tanto, los bancos no tenían incentivos para maximizar la eficiencia en la evaluación de riesgo crédito de las contrapartes: implícita o explícitamente esa tarea quedaba de facto “delegada” en la autoridad monetaria que además imponía a las entidades cupos para prestar.

La reforma de 1973 impuso este sistema a través de varias leyes. Las más relevantes fueron:

- a. La Ley 20520, que nacionalizó los depósitos bancarios.
- b. La Ley 20.522, que ordenó la expropiación de algunos bancos privados extranjeros.
- c. La Ley 20523, que prohibió a los bancos poseer acciones de otras de distinta clase, para evitar la intermediación de las mismas entre las entidades.
- d. La Ley 20.539, que modificó la Carta Orgánica del Banco Central.

Bajo un sistema de encaje de 100%, tasas reguladas y otorgamiento discrecional de cupos de crédito, los criterios de mercado y el rol de los bancos como centrales de análisis de riesgo, de evaluación de proyectos de inversión quedaba también “delegado” en el Estado. Los cupos para créditos eran distribuidos por el BCRA según la variación de depósitos en cada entidad, y se asignaban según sector, área y propósito. Como observara Di Tella (1983), el sistema fue engorroso, y el crédito otorgado se concentró en los bancos oficiales, mediante el otorgamiento discrecional adelantos a cuenta y redescuentos. La fijación de tasas de interés máximas, en un contexto inflacionario incentivó inicialmente el endeudamiento. Sin embargo, la aceleración de la inflación a partir de la devaluación del peso a mediados de 1975, incentivó la dolarización de carteras, desalentó la demanda de préstamos y terminó contrayendo el mercado de crédito institucionalizado.

A principios de 1976 las principales fuentes de financiamiento del sector privado no eran *sólo* los redescuentos obtenidos bajo el sistema de nacionalización de depósitos, sino también las llamadas aceptaciones bancarias, y los certificados de depósitos a plazo. Las tasas de interés cobradas por los redescuentos eran fijadas por el Banco Central, pero las de los otros instrumentos eran fijadas libremente.

El gobierno de facto que tomó el poder en marzo de 1976 lanzó un programa económico orientado a la liberalización de todas las actividades económicas, y (al menos en su retórica explícita) hacia el combate a la inflación. En abril de 1977 implementó la desnacionalización de los depósitos (Ley 21.495), y puso en vigencia una nueva Ley de Entidades Financieras (Ley 21.526), que es la que se ha mantenido vigente hasta la actualidad<sup>5</sup>. La misma reformó el marco regulatorio del sistema, en línea con el llamado principio de subsidiariedad del Estado, basado en la convicción de la superioridad de los mecanismos de mercado, respecto del Estado, en la asignación de recursos. Conforme a dichas premisas, se eliminó el sistema de nacionalización de depósitos, se liberaron tasas de interés y se reinstauró el sistema de encajes legales iguales a una fracción o porcentaje de los depósitos (sistema de reservas fraccionarias). Dado el contexto de inflación positiva y más bien permanente, la liberación de las tasas de interés generó un fuerte aumento de las tasas activas y pasivas. Ambas pasaron en términos reales de negativas a positivas, pero el spread o diferencial de tasas también aumentó.

El nuevo régimen derogó además, las normas del Banco Central que restringían y direccionaban discrecionalmente el otorgamiento de créditos. Como lo revela la evidencia disponible sobre las políticas económicas de la época, el escenario de alta y volátil inflación, igualmente, no fue revertido durante el régimen de facto entre 1976-83. Muy por el contrario, sentó las bases de una prolongada época de alta inflación que recién pudo ser controlada en los años '90 con el llamado “Plan” de Convertibilidad.

En 1977 las autoridades consideraban conveniente que los bancos no incrementaran exageradamente el spread de tasas vía aumento de las tasas activas, pero dicho aumento era inevitable bajo encajes fraccionarios. Si se llama “ $i^D$ ” a las tasas pasivas, e “ $i^A$ ” a las tasas activas, el spread de

<sup>5</sup> A la fecha de terminación de este trabajo, se encontraban en el Congreso de la Nación dos proyectos para una nueva Ley de Entidades Financieras. Su eventual aprobación y comisión y debate en ambas cámaras recién se concretaría en el año 2011.





tasas (s) mide el beneficio esperado por cada banco al prestar cada peso recibido en concepto de depósitos, si es que no hubiera exigencia de encajes. Concretamente, sin exigencia de encajes, cada peso recibido en concepto de depósitos se presta automáticamente, entonces, para un depósito (D), de \$ 1, si es prestado, la utilidad resultante (dejando de lado costos operativos e impuestos) es:

$$\text{Beneficio} = s = i^A - i^D \quad (2.a)$$

Si por cada peso recibido como depósito, se debe inmovilizar un porcentaje e en concepto de encaje, quiere decir que la entidad puede prestar sólo el resto no "encajado":  $1 - e$ . Entonces:

$$\text{Beneficio} = (1-e) i^A - i^D = i^A - i^D - ei^A \quad (2.b.)$$

El nivel de beneficios, o utilidades, en (2.b.) es inferior al de (2.a.), de modo que el encaje fraccionario resulta equivalente a un impuesto a las ganancias de las entidades financieras. Para "remover" ese efecto, el banco privado tiene como única variable de control aumentar el spread de tasas, vía incremento de las tasas activas, o reducción de las tasas pasivas, o ambas alternativas. Como es de esperar, ello significa menor expansión (o quizá contracción) del crédito bancario, y menor efecto multiplicador (ex post) asociado a cualquier variación de la base monetaria. Por otro lado, en un contexto de liberalización financiera, implicaba en el largo plazo dejar a las entidades nacionales en condición desventajosa frente a las extranjeras, con acceso a fondeo externo de sus casas matrices. Para evitar ese efecto, las autoridades de entonces crearon un mecanismo de compensación: la Cuenta de Regulación Monetaria.

### 3. La Cuenta de Regulación Monetaria

#### 3.a. El instrumento

Lo mencionado en la sección anterior muestra claramente un problema básico que exige diagnóstico claro cuando se instrumenta un cambio drástico en los fundamentos del régimen regulatorio del sistema financiero. Se trata de la viabilidad de controlar la base monetaria y sus componentes. En el momento en que se instrumentó la reforma financiera se observaban dificultades para el control de la base monetaria en el corto plazo por varias razones: a) no era viable reducir drásticamente el déficit fiscal, ni tampoco acceder a un mercado de capitales líquido para colocar deuda de aceptación voluntaria, b) se tornó necesario ya en 1976 optar por una fuerte expansión monetaria en relación con la cancelación de seguros de cambio para importaciones, y renovaciones de operaciones de pase. Las autoridades optaron por preservar el sistema de encajes fraccionarios, como instrumento de control del multiplicador de la base monetaria.

Inicialmente las nuevas autoridades habían establecido un encaje uniforme de 45% para todos los tipos de depósitos, a efectos de simplificar la tarea de control monetario. Un objetivo era asegurarse que los cambios en la composición de los depósitos no afectaran el valor del multiplicador de la base monetaria. Poco después, por la Ley 21.572, se creó la Cuenta de Regulación Monetaria (CRM) en el balance de B.C.R.A., por cuenta del Gobierno Nacional. La misma operaba computando como ingresos los cargos ser pagados por las entidades financieras por la capacidad prestable de depósitos y demás obligaciones a la vista (específicamente cuentas corrientes), los punitivos aplicados a las entidades y los adelantos del B.C.R.A. para cubrir los saldos deudores de la CRM. Dichos ingresos debían aplicarse al pago de una compensación a los bancos por el efectivo mínimo (encaje legal) mantenido sobre los depósitos a plazo fijo.

El saldo podía ser entonces deudor o acreedor. Los saldos acreedores de la Cuenta (a favor del B.C.R.A.) se debían mantener disponibles para el Gobierno Nacional, sin devengar intereses a su favor. El mecanismo era el siguiente:

**Cuadro 2: Funcionamiento de la Cuenta de Regulación Monetaria**

<b>Compensaciones a cargo del BCRA (a) (ingresos para las entidades)</b>	<b>Ingresos para el BCRA (b) (cargos pagados por las entidades)</b>
Compensación a los bancos por los encajes sobre los depósitos a plazo fijo (PF)	Punitorio por la capacidad prestable (saldos no encajados) de los depósitos a la vista (CC).
<b>Saldo de la CRM</b>	<b>Efecto monetario</b>
(b) - (a) > 0 acreedor para BCRA (quebranto para el sist. financiero)	<i>Contracción de la oferta monetaria</i>
(a) - (b) < 0 deudor para BCRA (ingreso neto para el sist. financiero)	<i>Aumento de la oferta monetaria</i>

Fuente: elaboración propia

La compensación trataba de contrarrestar el incentivo al incremento de las tasas activas, dado que el mecanismo inducía a las entidades a captar depósitos vía mayores tasas pasivas, pero también a incrementar el spread sobre los pesos captados por los depósitos que pagaban esas mayores tasas. Para mantener el nivel de utilidades o beneficios de un escenario sin encajes, dado por el spread o diferencia entre tasas activas y pasivas, si el mercado financiero fuera competitivo y los beneficios fueran iguales a cero, en la ecuación (2.b.):  $(1-e) i^A = i^D$ , ó sea:  $i^A = i^D / (1-e)$ . Sustituyendo en (2.a.):

$$s = i^D / (1-e) - i^D = i^D [e / (1-e)] \quad ; \quad \frac{\partial s}{\partial i^D} = e / (1-e) > 0 \quad (2.c.)$$

$$\frac{\partial s}{\partial e} = i^D [1 / (1-e)^2] > 1 \quad (2.d.)$$

La imposición de encajes fraccionarios diferenciados, por tanto, dificulta toda intención de evitar una suba de las tasas activas en un contexto inflacionario. La ecuación (2.c) muestra que el spread es una función positiva de las tasas pasivas (mayor nivel de tasas pasivas implica mayor spread, por lo tanto mayor costo del crédito). Adicionalmente, y como se observa en (2.c.), dicho margen es una función creciente del coeficiente de encajes. Idealmente, para que las entidades no aumentaran las tasas activas, la compensación neta requerida por las entidades ("comp.") debía ser igual al "impuesto implícito" equivalente a los encajes compulsivos no remunerados.

$$\text{Beneficio} = (1-e) i^A - i^D + \text{comp.} = i^A - i^D - e \cdot i^A + \text{comp.} \quad (3.a.)$$

Entonces, si  $\text{comp.} = e i^A$ , el nivel de utilidades es  $s = i^A - i^D$

Conforme al Cuadro 2, esto corresponde al caso en que  $(b) - (a) < 0$ , o sea, en que los cargos abonados por las entidades sean estrictamente menores que las compensaciones recibidas del B.C.R.A. El saldo neto (favorable a las entidades) era pagado por el Banco Central emitiendo dinero.

Para sostener o incrementar los beneficios, los bancos necesitaban en primer lugar captar depósitos, y luego prestarlos. Esta mecánica incentivaba la captación de depósitos a plazo fijo, y por tanto la competencia vía suba de tasas pasivas. Pero a su vez, para no perder rentabilidad, las tasas activas debían aumentar también. Probablemente las autoridades pensaban que ello no era necesario porque la compensación de la C.R.M. debía desalentar la suba de tasas activas. Sobre este punto, Feldman y Sommer (1986) han observado lo siguiente:

"Sin este esquema, y dadas la fuerte inflación, las tasas libremente determinadas en el mercado y el alto encaje inicial, las entidades financieras habrían obtenido un fuerte rendimiento positivo sobre los depósitos a la vista y un enorme rendimiento negativo sobre los depósitos a interés. Por supuesto que las entidades habrían pagado interés sobre los depósitos a la vista si las autoridades monetarias hubiesen permitido tal opción. Alternativamente, los bancos habrían tendido a incrementar los spreads entre tasas activas y pasivas de modo de igualar los beneficios marginales de ambos tipos de depósitos, o finalmente habrían abandonado la captación de depósitos a plazo para especializarse completamente en depósitos a la vista. Si los bancos hubiesen optado por sacrificar al



ahorrista bajando la tasa pasiva, la remonetización del sistema no se habría concretado y con ello uno de los objetivos centrales de la reforma habría quedado sin cumplirse”<sup>6</sup>.

Siendo “PF” los depósitos a plazo fijo, “CC” los depósitos a cuenta corriente, “p” el punitorio retenido por el BCRA, “comp” la compensación pagada a los bancos, y “ef” y “ecc” los coeficientes de encajes sobre depósitos a plazo fijo y a la vista, respectivamente, la hoja de balance de los bancos (dejando de lado provisiones por incobrabilidad, otros activos y pasivos y cuentas de orden) era:

$$\boxed{\text{ACTIVOS}} = \boxed{\text{PASIVOS}} + \boxed{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

$$\text{Disponibilidades} + (1-\text{ef}) \cdot \text{PF} + (1-\text{ecc}) \cdot \text{CC} + \text{ef} \cdot \text{PF} + \text{ecc} \cdot \text{CC} = \text{PF} + \text{CC} + \text{Patrimonio neto}$$

En términos de flujos de fondos, los ingresos y egresos (dejando de lado costos operativos fijos y variables):

$$\begin{aligned} \text{Ingresos:} & \quad i^A [(1-\text{ef}) \cdot \text{PF} + (1-\text{ecc}) \cdot \text{CC}] + \text{comp} \cdot \text{ef} \cdot \text{PF} \\ \text{Egresos:} & \quad i^D \text{PF} + p [(1-\text{ecc}) \cdot \text{CC}] \end{aligned}$$

El estado de resultados de las entidades era el siguiente

$$R \text{ (Resultado neto)} = [i^A + (\text{comp} - i^A) \cdot \text{ef} - i^D] \cdot \text{PF} + [i^A - p] \cdot (1-\text{ecc}) \cdot \text{CC}$$

En términos de la tasa pasiva y del spread simple (s), luego de operar algebraicamente:

$$R: \{[s \cdot (1-\text{ef})] + \text{comp} \cdot \text{ef}\} \cdot \text{PF} + [i^D + s - p] \cdot (1-\text{ecc}) \cdot \text{CC} \quad (4)$$

La utilidad neta para las entidades pasaba a estar determinada entonces por dos términos. El primero que es la rentabilidad por captar y represtar fondos obtenidos vía depósitos a plazo fijo, y el segundo por la correspondiente a las colocaciones en cuenta corriente. Para un nivel dado de exigencias de encajes sobre ambos tipos de depósitos, de compensaciones y punitorios, ante la suba de la inflación esperada, o de la devaluación esperada (que incentiva la huida de depósitos hacia dólares), la respuesta racional de las entidades debía ser, igualmente la suba del spread (s), vía incremento de las tasas activas (justamente el efecto que se quería evitar). Como lo observaron Feldman y Sommer (op. cit.), el incentivo era hacia el aumento de los spreads, lo cual resultaba por demás conveniente a las entidades. De (4) resulta que el impacto marginal de un aumento del spread aumentaba tanto con el nivel de depósitos como con su capacidad prestable:

$$\partial R / \partial s = (1-\text{ef}) \cdot \text{PF} + (1-\text{ecc}) \cdot \text{CC} > 0 \quad (5)$$

Dado el contexto inflacionario de la época, al aumentar la velocidad de circulación del dinero y de búsqueda de cobertura frente a la suba de precios, los bancos tendían a ofrecer mayores tasas pasivas, lo que incentivaba la sustitución de depósitos a la vista (que no pagan intereses), por depósitos a plazo fijo. Las entidades aprovechaban el contexto aumentando las tasas pasivas y las activas.

El incentivo explícito (más bien que implícito) era, de facto, a incrementar las tasas activas aumentan *más que proporcionalmente respecto de las pasivas*. La fórmula (5) muestra con total claridad *el mecanismo de la CRM era intrínsecamente incompatible con el objetivo de minimizar la suba de las tasas activas y por tanto el costo recesivo de la liberación de tasas de interés*. Adicionalmente, como sólo los bancos *comerciales* podían recibir depósitos a la vista, las demás entidades financieras (compañías financieras, cajas de ahorro y préstamos y cooperativas de crédito) que no captaban depósitos en cuenta corriente se veían relativamente más favorecidas. Al mismo tiempo reforzaba la tendencia típica en contextos inflacionarios de acortamiento de plazos de los depósitos (para atraer clientes), y de los préstamos, dada la creciente y volátil inflación de esos años. Pensar siquiera en expansión del crédito, baja de tasas activas o alargamiento de plazos era, a todas luces, un despropósito. El saldo de la CRM del BCRA sólo podía ser superavitaria, entonces, por casualidad. A partir del Cuadro 2, resulta entonces:  $CRM = p [(1-\text{ecc}) \cdot \text{CC}] - c \cdot \text{ef} \cdot \text{PF}$ .

<sup>6</sup> Ver Feldman y Sommer (1986), págs. 43 y 44.



Dicho saldo implicaba emisión monetaria cuando se observaba  $CRM < 0$ , y absorción monetaria en caso contrario. La sustitución de fondos en cuentas corrientes por colocaciones a plazo fijo ( $\Delta CC < 0$  con  $\Delta PF > 0$ ), significaba un incremento permanente del término negativo en relación al término positivo. Segundo aspecto crítico del mecanismo: *la emisión monetaria asociada al déficit de la CRM era totalmente endógena al comportamiento y expectativas del público.*

Esta cuenta por un lado compensaba a las entidades el costo de oportunidad de mantener saldos "ociosos" bajo la forma de *encajes sobre depósitos a plazo fijo*. Por otro, obligaba a las entidades a ceder al B.C.R.A. el señoreaje o impuesto inflacionario recaudado *sobre la capacidad prestable de los saldos de depósitos a la vista*. El subrepticio "truco" fiscal de este mecanismo puede representarse sencillamente. Supóngase que la cantidad real de dinero no varía (no hay monetización real), de modo que los ingresos fiscales por emisión de dinero (señoreaje, S) son iguales al llamado impuesto inflacionario sobre el stock (real) de la base monetaria (b), o sea:  $S = b \cdot \pi$ , donde  $\pi$  es la tasa de inflación. La base de dicha recaudación aumentaba con la emisión asociada al saldo *negativo* de la CRM, entonces el flujo total de impuesto inflacionario, dada la definición de CRM (también computada en términos reales) es  $S^{total} = b \cdot \pi - CRM \cdot \pi$ .

Siendo la base monetaria igual al circulante en manos del público ( $C^P$ ) más el circulante inmovilizado que pertenece a las entidades financieras (encajes):

$$\begin{aligned} S^{total} &= (C^P + ef \cdot PF + ecc \cdot CC) \cdot \pi + CRM \cdot \pi \\ &= (C^P + ef \cdot PF + ecc \cdot CC) \cdot \pi - \{p [(1 - ecc) \cdot CC] - c \cdot ef \cdot PF\} \cdot \pi \\ &= \pi \cdot \{C^P + ef \cdot PF + ecc \cdot CC - p [(1 - ecc) \cdot CC] + c \cdot ef \cdot PF\} \\ &= \pi \cdot \underbrace{\{C^P + ef \cdot PF + ecc \cdot CC\}}_b + \underbrace{c \cdot ef \cdot PF - p [(1 - ecc) \cdot CC]}_{(-CRM)} \end{aligned} \quad (6)$$

La ecuación (6) muestra que el mecanismo permitía aumentar la recaudación de impuesto inflacionario *cuanto mayor resultara ser el saldo negativo* de la CRM. De esa forma, no había "filtración" alguna al sistema financiero de la recaudación de impuesto inflacionario. La ecuación (6) también muestra que *podía aumentar la recaudación de impuesto inflacionario con el aumento de la inflación en la medida que se observara mayor preferencia por depósitos a plazo fijo respecto de depósitos en cuenta corriente. El costo macroeconómico directo es la contracción de la inversión bruta fija por la inevitable suba de las tasas de interés activas*<sup>7</sup>.

El impacto del saldo negativo de la C.R.M sobre la oferta flujo de base monetaria fue explicado sencillamente por Rodríguez (1984). Supóngase que "M" es la oferta monetaria total, y que una fracción "a" de M gana intereses a la tasa nominal  $i = r + \pi$ , donde r es la tasa real de interés y  $\pi$  es la inflación. El Banco Central imprime dinero para pagar esa remuneración, y supóngase que también otorga adelantos para financiar el déficit del Tesoro Nacional ("D"). La tasa de crecimiento de M es, entonces:

$$dM/dt (1/M) = a (r + \pi) + D/M \quad (7)$$

Dividiendo D por el PBI nominal, con  $d = D/PBI$ , y  $V = PBI/M$  la velocidad de circulación (asumiendo  $P = 1$ ) resulta:  $D/M = Vd$ . Entonces (7) se reescribe así:  $dM/dt (1/M) = a (r + \pi) + Vd$ . Para un estado inicial donde  $[dM/dt](1/M) = \pi$ ,  $\pi(1-a) = ar + Vd$ , resultando:

$$\pi = [a r + Vd] / (1-a) \quad (8)$$

A mayor inflación, mayor stock de pasivos del BCRA que pagaban intereses. Cuando aumentaba a, a su vez, también se induce un incremento de modo la inflación, al menos en el largo plazo, lo que afecta a las expectativas presentes, realimentando dicha mecánica. El déficit cuasi fiscal resultante por

<sup>7</sup> Sobre el efecto estanflacionario de las políticas de estabilización basadas en contracciones monetarias que provocan aumentos del costo del crédito, ver Cavallo (1977).



el saldo negativo de la C.R.M, o bajo la forma de encajes remunerados que sustituyó a esta cuenta tenía entonces efecto monetario expansivo: el saldo a abonar debía pagarse con emisión de circulante. La ecuación (7) muestra claramente que una política monetaria-fiscal coherente con el control o reducción de la tasa de inflación (al menos por impulso monetario) requería:

- a) que las cuentas fiscales sean permanentemente superavitarias (o al menos no deficitarias), y
- b) reducir a cero el nivel de los pasivos remunerados, o sea que la variable “a” en (7) y (8) fuera cero o negativa (esto es: saldo acreedor o cero de la C.R.M., o su eliminación).

Como se observa en el Cuadro 3, durante la vigencia de esta Cuenta (mediados de 1977 hasta primer trimestre de 1985) sólo tuvo saldo positivo en 1980 y 1981:

**Cuadro 3. Déficit cuasi fiscal del B.C.R.A. (>0) (1960-1985) (% del PBI a precios de mercado)**

Año	Créditos menos reservas de entidades	Variación Cuenta de Regulación Monetaria	Subsidios por Operaciones de Pase y Seguros de Cambio	Total
1960	-0,32			-0,32
1961	1,82			1,82
1962	0,34			0,34
1963	-0,85			-0,85
1964	-0,52			-0,52
1965	0,11			0,11
1966	-0,39			-0,39
1967	-1,24			-1,24
1968	-0,03			-0,03
1969	0,94			0,94
1970	-0,54			-0,54
1971	0,66			0,66
1972	-0,51			-0,51
1973	-1,83			-1,83
1974	-2,79			-2,79
1975	-2,27		0,16	-2,11
1976	-6,21		5,00	-1,21
1977	-5,86	1,28	0,57	-4,01
1978	-2,36	2,72		0,36
1979	-0,82	0,86		0,04
1980	3,17	-0,61		2,56
1981	2,94	-1,38	3,99	5,55
1982	7,57	4,98	16,63	29,18
1983	-3,69	1,04	8,59	5,94
1984	3,80	4,06	10,01	17,87
1985	-1,78	1,56	4,63	4,41

Fuente: F.I.E.L. (1987), pág. 124.

No es de extrañar, por tanto, que sean gobiernos “amantes de la inflación” y poco afectos a la disciplina fiscal, los que vean con buenos ojos mecanismos de remuneración de encajes que permitan aumentar la recaudación de impuesto inflacionario. A mayor saldo deficitario de la CRM, mayor cantidad de pagos a las entidades. En la práctica el mismo no se mantenía fijo: la compensación tendía a aproximarse a las tasas de interés interbancarias promedio en términos nominales. Por consiguiente, el mecanismo debilitaba el control sobre los pasivos monetarios totales, pues parte de los mismos



evolucionaban conforme al nivel de las tasas nominales de interés, y por consiguiente, de la tasa de inflación. Distributivamente se trata de un subsidio transitorio hacia las entidades financieras canalizado por el Banco Central, cuyo costo es pagado por toda la sociedad (incluidas las entidades) vía mayor inflación. En términos netos no es fácil demostrar que cuantitativamente la carga de dicho costo (vía impuesto inflacionario) tienda a ser soportado por las entidades financieras en mayor medida que por el resto de la sociedad (en particular por los sectores de ingresos fijos, y con menores ingresos).

### 3.b. Escenarios críticos (1980-82)

En los primeros dos años de la reforma financiera, la persistente inflación incentivó a las autoridades a preservar una política monetaria restrictiva para inducir la estabilidad e precios, sin una política cambiaria claramente definida. Esto devino en un incremento sustancial de las tasas de interés internas, generando un fuerte ingreso de capitales al mismo tiempo que se observaba un ingreso neto de divisas por el superávit de la balanza comercial. Esto tornó necesario imponer restricciones a los movimientos de capitales, aunque la inflación interna generaba un evidente atraso del tipo de cambio real. Dicho sesgo no se revirtió con el plan de estabilización de diciembre de 1978 basado en la apertura importadora, la liberalización de la cuenta de capitales y la adopción de una tabla de minidevaluaciones preanunciadas para el tipo de cambio oficial.

La liberación de la cuenta de capitales, en el marco de la adopción de un plan de estabilización inspirado en el enfoque monetario de la balanza de pagos, apostaba a la estabilización interna en base al arbitraje de los precios internos con los internacionales y al de las tasas de interés internas con las internacionales<sup>8</sup>. Ninguna de ellas se pudo observar, y en el caso de las tasas de interés, la fuerte suba de tasas impulsada por la Reserva Federal a fines de 1979, cuando comenzaba a reducirse la tasa de inflación (entre 4% y 5% mensual en el último trimestre de 1979 vs. el 8,5% mensual de los anteriores trimestres del año), devino en tasas activas fuertemente positivas, complicando la situación de las empresas endeudadas, respecto de la viabilidad de refinanciar sus pasivos. Esta situación se agudizó ante la crisis financiera de fin de marzo de 1980:

a) la tasa de interés activa a un año superaba el 35% anual (promedio),

b) ya era un hecho inocultable la aguda la recesión y la quiebra de empresas, con despidos en las ramas de actividad que no o lograron competir con la invasión de productos importados, y las que no podían exportar por el retraso del tipo de cambio real, pero también por la creciente presión tributaria y la suba del costo laboral en términos reales,

c) el deterioro de la cuenta corriente empujado tanto por el saldo comercial deficitario, como por el peso de los intereses a pagar al exterior, como consecuencia del endeudamiento externo (además del inusitado salto de los gastos en turismo al exterior por parte de residentes argentinos),

d) incremento sustancial del leverage (relación deuda/patrimonio neto) de las empresas privadas no financieras, lo que incrementó fuertemente la morosidad y por consiguiente la liquidez y solvencia de las entidades financieras, que a esa fecha tenían más del 90% de sus depósitos a interés, a plazos no mayores a 30 días.

Esto devino en una aguda fragilidad del sistema financiero, a lo que se sumaron las razones invocadas en esos años para decidir la suspensión y liquidación de entidades: banqueros inescrupulosos que operaban de manera temeraria en "bicicletas" u operaciones trianguladas a tasa libre y arbitrajes con compraventa de divisas, prácticas crediticias poco y nada prudentes, financiadas con depósitos otorgados a tasas crecientes, bajo un sistema de garantía estatal de depósitos, y prácticas delictivas de vaciamiento de entidades bajo la forma de "autopréstamos": el uso de los fondos

<sup>8</sup> En rigor, la libre movilidad de capitales se instrumentó a mediados de 1980.



de los depositantes para préstamos otorgados a empresas reales o ficticias de los principales accionistas de los propios bancos.

A fines de marzo de 1980 la quiebra del mayor banco privado nacional (Banco de Intercambio Regional) provocó la mayor corrida de depósitos conocida hasta entonces en nuestro país. Posteriormente, el pánico recrudeció a fin de abril de 1980 con la suspensión e intervención de otros tres grandes bancos (Internacional, Oddone y Los Andes) lo que forzó al B.C.R.A. a emitir dinero para asistir a los depositantes damnificados y aumentar en más de 100 veces el monto de la garantía estatal a los depósitos<sup>9</sup>.

El posterior aumento transitorio pero rápido de las tasas de interés reales (de niveles negativos pasó a niveles superiores al 35% anual a fin de año) destruyó la solvencia de las empresas nacionales no financieras endeudada en un contexto de desplazamiento de bienes manufacturados locales por bienes importados, suba del costo laboral en términos reales y de la presión tributaria<sup>10</sup>.

La consecuencia directa fue el aumento de la incobrabilidad de los créditos otorgados mientras que *alrededor del 90% de los depósitos estaban colocados a plazos no mayores a 30 días*. Feldman y Sommer (1983) observaron que el pánico bancario hizo que más de la mitad del sistema financiero registrara retiros de depósitos entre abril y junio de 1980, con desplazamiento de fondos a entidades estatales y extranjeras<sup>11</sup>.

La creciente morosidad de las empresas agravada por la relativa falta de liquidez, luego de la crisis financiera de 1980, tornó necesario en 1981 el otorgamiento de créditos subsidiados por el Estado, normado por la Ley 22.510 de noviembre de ese año<sup>12</sup>. Este esquema no resultó atractivo ni para las empresas ni tampoco para los bancos. Entonces, el B.C.R.A. optó por emitir un Bono de Consolidación Económico-Financiera, colocado en las entidades financieras, de modo que la misma adquiriría el derecho a redescuentos por un monto igual a la refinanciación de pasivos que concediera. Adicionalmente, se creó un Fondo de Garantía que asumiría las pérdidas de los bancos por los pasivos de mayor morosidad.

La caída del nivel de actividad, la aceleración inflacionaria y la vigencia de tasas de interés reguladas inferiores a las de mercado, tornaron poco atractivos los depósitos no indexados. Mientras tanto la inflación se aceleraba: en el segundo trimestre del año la variación del IPC había sido del 15,9%, pero en el tercer trimestre, saltó al 56.2%. Las necesidades de caja del Tesoro forzaron a las autoridades a la colocación de Letras de Tesorería a corto plazo (30 a 60 días). Dado el contexto recesivo y de subas de precios, el pago de los servicios de dichos títulos se abonó con nuevas Letras y emisión de dinero.

### 3.c. La reforma de julio de 1982

En julio de 1982, asumió como Presidente del B.C.R.A. el Dr. Domingo Cavallo. En los 52 días de su gestión, instrumentó un mecanismo de refinanciación de pasivos de empresas endeudadas, para evitar la caída de entidades financieras. En su gestión el B.C.R.A. adquirió los préstamos irregulares de

<sup>9</sup> Feldman y Sommer (1983) observan que el pánico bancario en ese entonces hizo que más de la mitad del sistema financiero registrara retiros de depósitos entre abril y junio de 1980, con desplazamiento de fondos a entidades estatales y extranjeras.

<sup>10</sup> Aun bajo la experiencia de apertura importadora drástica más "tablita" de minidevaluaciones preanunciadas de enero de 1979 a marzo de 1981, el BCRA se adaptó pasivamente al escenario de persistente inflación. La autoridad monetaria procedió a autorizar la indexación de préstamos prevaleciendo la cláusula de ajuste conforme a la evolución del índice de precios mayoristas, nivel general. Al permitir la operatoria con tasas de interés flotante, el BCRA debió elaborar y publicar diariamente una encuesta de tasas de interés pasivas para a tasa flotante. Además, entre abril de 1980 y junio de 1982 se permitió la indexación de contratos según una encuesta diaria de tasas pasivas (la circular RF 1050 del BCRA).

<sup>11</sup> Sobre el *universo* de crisis financieras (no sólo bancarias) observadas en el mundo entre 1970 y 2007, Laeven y Valencia (2008) muestran que las dos crisis de mayor costo fiscal (en términos de PBI) en el mundo han sido la de Indonesia de 1997 (56,8% del PBI de ese país) y esta crisis argentina de 1980: 55,1% del PBI.

<sup>12</sup> Sobre este esquema de refinanciamiento, ver en mayor detalle Escudé (1991), págs. 280-281.



las entidades, en un contexto de alta inflación y resultado cuasi fiscal negativo, por el saldo negativo de la C.R.M., y por las intervenciones del B.C.R.A. en el mercado cambiario.

Desde 1981 el Banco Central fijaba el precio futuro del dólar para operaciones de pase (swaps cambiarios) por 540 días o más. El tipo de cambio futuro se ajustaba para los primeros 180 días por una tasa de interés determinada por el B.C.R.A., y para el período restante, por el nivel de precios (Com. CAMEX 1-2 del 5 de junio de 1981). Las posteriores devaluaciones de la moneda más que duplicaron el tipo de cambio real, lo que llevó al B.C.R.A. a proveer seguros de cambio para licuar pasivos de empresas privadas. El saldo acumulado (ex post) se aproximó a U\$S 5.100 millones<sup>13</sup>.

La devaluación de junio de 1982 incrementó la carga de la deuda en dólares de las empresas extranjeras que obtenían sus ingresos en pesos. Ya en julio de 1982 el nuevo titular del B.C.R.A. (Cavallo) les ofreció la renovación de los contratos originados en 1981 cercanos a su fecha de vencimiento, siempre que el término de la obligación externa se extendiera entre un mínimo de un año y un máximo de cinco años (Com. "A" 137). Los mismos términos se ofrecieron para los demás préstamos a empresas privadas pendientes al 6 de julio. El costo lo asumió el B.C.R.A., pues debió abonar la diferencia entre el tipo de cambio de mercado y el pactado en los contratos renegociados de seguros de cambio.

Con más precisión, esa reforma (que informalmente se conoció como "Reforma Cavallo") refinanció el capital de deudas en dólares con seguros de cambio al tipo de cambio previo a la devaluación de junio (obteniendo así un descuento del 23%), con una prima del 5% mensual (inferior a la inflación promedio de junio, que trepó al 7,9% mensual). Este mecanismo se extendió a los intereses de pases pasivos y a las deudas por swaps cambiarios con el B.C.R.A. Cortado el crédito externo después de la Guerra de Malvinas, el B.C.R.A. asumió la deuda en dólares pagando al sector privado en términos netos esas diferencias. La estatización de la deuda privada quedaba así consumada, y *debió ser amortizada por el gobierno democrático posterior, en 1985*. Adicionalmente, en 1982 el Banco Central instrumentó un alargamiento de plazos para el vencimiento de las deudas en pesos a tasas nominales prefijadas, cubriendo la diferencia de liquidez de las entidades *con redescuentos*. Eso significó *en el tercer trimestre de 1982 una expansión de dinero primario de 460%, y la inflación trepó en septiembre de ese año hasta el 17,07% mensual*. La licuación de la deuda en pesos se concretó rápidamente, pero la aceleración inflacionaria hizo caer el cociente M2/PBI a 13% del PBI hacia fin de año (en el segundo trimestre de 1982 era del 25% del PBI).

Los efectos monetarios de estas pérdidas cuasifiscales se esterilizaron parcialmente al establecerse que todas las ganancias debidas al pago de la compensación de esos contratos con seguros de cambio debían destinarse a comprar un Bono de Absorción Monetaria, o a cancelar créditos tomados a tasa subsidiada. Hacia fines de 1982 la deuda privada beneficiada por el seguro de cambio oficial ya superaba los U\$S 10.000 millones. Rodríguez (1990) resumía de esta manera la situación:

"El tipo de cambio promedio de los primeros contratos que vencían en diciembre de 1982 era de alrededor de un décimo de del tipo de cambio oficial prevaleciente. Peor que eso, el Banco Central *no tenía las divisas para pagar esas obligaciones*. El 17 de noviembre de 1982 (Com. "A" 251), el Gobierno asumió la responsabilidad por todos los pagos de deuda externa cubierta por el seguro de cambio originado en la Com. "A" 31 que no fue renovado el 22 de octubre, sujeto a la previa cancelación del contrato, en pesos, por parte del deudor. Como garantía en la sustitución por el Gobierno como deudor, los acreedores externos recibieron un título nuevo de deuda denominado BONOD (Com "A" 278 de 26 de enero de 1983) o, alternativamente, una Promissory Note (PN) del gobierno argentino. Las partes del sector privado podían mantener su arreglo contractual dado que los préstamos se renegociaron para plazos no inferiores a los de los BONOD, o de las PNs. En este caso el gobierno ofrecería, a pedido, BONOD o PNs como garantía de los préstamos. El resto

<sup>13</sup> Estimación de Rodríguez (1990), págs. 5 y 6.





de los contratos privados cubiertos por el seguro de cambio que se renovó por la Com "A" 137, se continuaron transfiriendo gradualmente al gobierno a cambio de nuevas emisiones de BONOD y posteriormente de Promissory Notes. A diciembre de 1986, el total emitido de BONOD y Promissory Notes ascendía a US\$ 5.400 millones." <sup>14</sup>

El B.C.R.A., además, intentaba recuperar el control monetario con un complejo sistema de encajes múltiples que eran, por definición, gasto cuasi fiscal e implicaban emisión monetaria:

a. Depósitos a la vista, con una tasa de interés máxima regulada y garantía estatal. Coeficiente de encajes legales: 100%. Las entidades recibían una compensación equivalente a las tasas pagadas y una comisión como porcentaje de los depósitos inmovilizados.

b. Depósitos, indexados e intransferibles a plazo fijo a 1 año o más de plazo, con tasa de interés máxima regulada y garantía estatal. Coeficiente de encajes legales: 100%, y las entidades podían recibir un redescuento automático por el total captado.

c. Depósitos intransferibles a plazo fijo a plazo no menor a 90 días, sin garantía estatal, a tasa libre. Exigencia de encajes legales: cero.

También permitió la concesión de préstamos indexados con una tasa máxima del 6% anual. Posteriormente el B.C.R.A dispuso la reducción de los plazos de depósitos y préstamos a 6 meses y 1 año el otorgamiento de un "Préstamo Básico" para los bancos que refinanciaran pasivos de deudores en dificultades, en base a la posición en los balances al 30/06/82. Dicho Préstamo debía amortizarse en 60 cuotas mensuales (largo plazo para las expectativas reinantes en esos meses). También otorgó un "Préstamo Adicional", con montos crecientes con frecuencia mensual para permitir la expansión del crédito o al menos refinanciar los intereses en mora de los préstamos otorgados. En noviembre de 1982 fueron finalmente fusionados en un único Préstamo Consolidado.

Se trataba entonces un subsidio estatal a *los deudores morosos*, para evitar que su eventual insolvencia afecte a los bancos. De ese modo el B.C.R.A. convalidaba (asumiendo el costo y los riesgos de la iniciativa) un gasto cuasi fiscal *cierto*, a ser recuperado con ingresos cuasifiscales *inciertos*. Las entidades lo percibieron como muy atractivo, y el exceso de demanda de dichos fondos obligó al B.C.R.A. luego a racionarlo, excluyendo los préstamos a empresas que con un endeudamiento externo superior a los US\$ 10 millones al 30 de junio de 1980, lo hubieran reducido en más de un 30% hasta el 30 de junio de 1982. En sus discursos públicos, las autoridades faltaban a la verdad cuando sostenían que quienes cancelaron anticipadamente sus préstamos *habían contribuido a la suba de las tasas de interés*. En los hechos el B.C.R.A. emitía dinero para sostener a *las entidades que debían soportar la licuación de sus créditos tomados por firmas no financieras sobreendeudadas*. Lo que hacía cargar sobre todos los todos los argentinos (vía impuesto inflacionario) el costo de un subsidio discrecional para un puñado grupos empresarios que habían *apostado desde meses antes* a un perdón (cuando no estatización) de sus pasivos en moneda extranjera.

El otro ingrediente polémico de esas medidas fue el requerimiento para acceder a este rescate: las empresas elegibles no podían obtener préstamos por un importe superior a *dos veces* el monto de aportes jubilatorios de sus empleados que cada empresa hubiera realizado dos meses atrás. Esto implicaba canalizar este crédito subsidiado a las firmas con un alto nivel de ocupación y *que pagaran los más altos salarios*, esto es, firmas multinacionales y los más grandes grupos empresarios nacionales. En otras palabras: *se excluyó deliberadamente a las pequeñas y medianas empresas, especialmente a las concursadas afectadas por la apertura comercial de los años de la "tablita" y a las que se debieron desprenderse de activos para cancelar sus pasivos*.

El error de mantener un tipo de cambio oficial diferente del libre, incentivó la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de exportaciones. De esa forma el sector privado recuperaba o mejoraba su a posición de liquidez comprando dólares en el mercado oficial y vendiéndolos luego a un

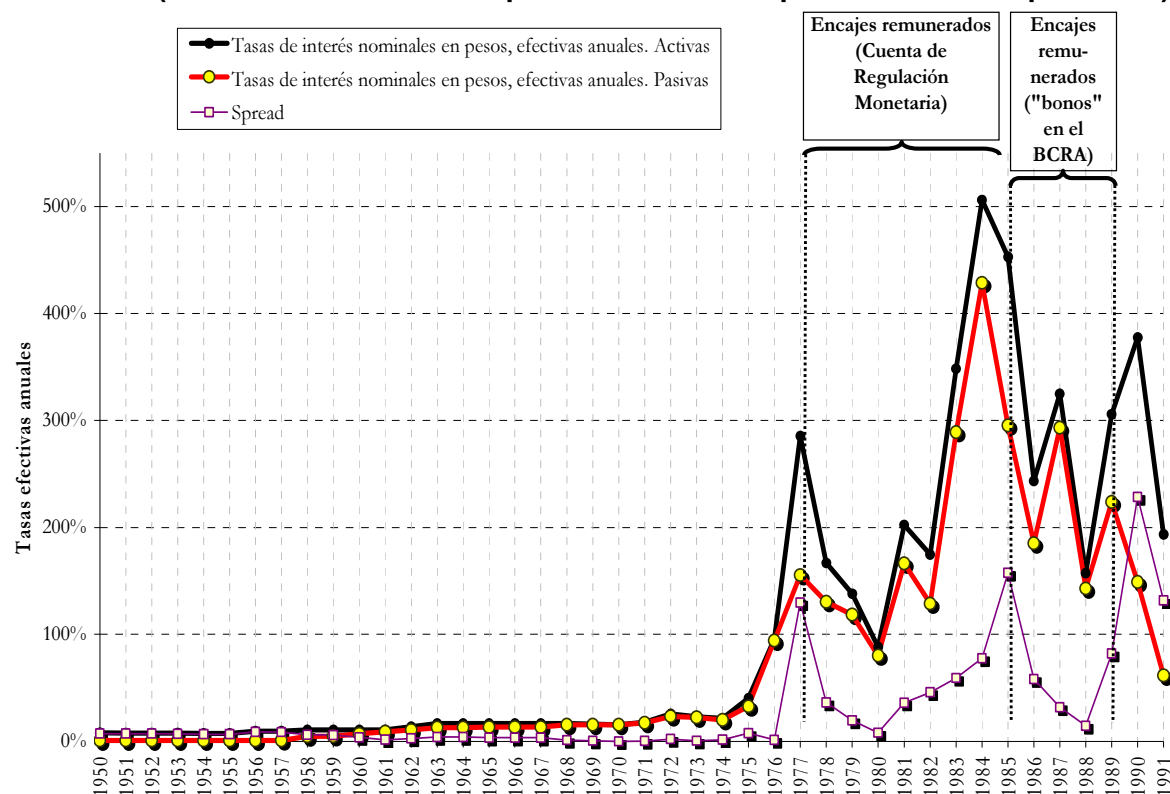
<sup>14</sup> Ver Rodríguez (1990), pág. 6.

tipo de cambio más alto en el mercado libre. A su vez, las autoridades instrumentaron operaciones de pase cambiario a 180 días, con primas a futuro *inferiores* a las tasas de interés en moneda local. Esto fue otro desacierto dado que incentivó un mayor endeudamiento privado en moneda extranjera de las empresas, cubierto con contratos a futuro en el mercado libre de cambios.

El mercado financiero fue dividido en dos partes. Un segmento a tasas libres, con exceso de demanda de depósitos, pero sin oferta neta de crédito, y regulado, con exceso de demanda de préstamos y cero interés del público por realizar depósitos a tasas pasivas negativas en términos reales. En un contexto de alta inflación y expectativas de devaluación, esto alentó la suba de las tasas pasivas libres, nuevas fuga de capitales, y la demanda de crédito en el mercado interempresario, contra adelanto y descuento de facturas, compraventa y alquiler de cheques y pagarés, o instrumentos de deuda privada<sup>15</sup>. El control de la tasa pasiva regulada a niveles fijos desalentaba la captación de depósitos e incentivaba la dolarización de las carteras y la fuga geográfica de capitales. Como era de esperar, la solvencia de los bancos privados más grandes se deterioró marcadamente. Además, el incremento de tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos, complicó el pago de deudas en dólares con no residentes a tasa de interés variable. Ya sobre el final de la Guerra de Malvinas la deuda privada con acreedores no residentes había superado los U\$S 3.000 millones<sup>16</sup>.

Como era de esperar el spread entre las tasas de interés en el mercado libre y en el mercado regulado aumentó. Con inflación alta y tasas reales negativas en el segmento regulado, los depósitos pasaban al mercado libre, o a segmentos no bancarios.

**Gráfico 1: Tasas de interés nominales de corto plazo en Argentina en moneda local (tasas activas a 180 días promedio vs. tasas pasivas a 30 días promedio)**



Fuente: elaboración propia en base a Gaba (1977), BCRA (1972-1991) y FIEL (1972-91).

<sup>15</sup> La evidencia de Arnaudo (1987) revela que en el segundo semestre de 1982 los depositantes perdieron aproximadamente el 40% del valor de sus activos en términos *reales*.

<sup>16</sup> Ver Feldman y Sommer (1986).



Esto generó una mayor demanda de redescuentos del B.C.R.A., comportamiento que se mantuvo casi invariable hasta fines de 1984. La consecuencia inevitable, en un contexto de huida del dinero hacia bienes y divisas, fue una aceleración de la tasa de inflación. El efecto de la inflación sobre los números fiscales se hizo sentir por los rezagos en la recaudación tributaria (el conocido efecto Olivera-Tanzi). El resultado fue un círculo vicioso emisión monetaria-inflación-déficit fiscal-emisión monetaria. En definitiva, las complejas reformas de 1982 erosionaron seriamente la capacidad fáctica de control monetario por parte del B.C.R.A. Como indica el Cuadro 3, su contrapartida, fue el formidable salto del gasto cuasi fiscal (fundamentalmente por operaciones en el mercado de cambios y en menor medida por los encajes remunerados) a casi 30 puntos del PBI de entonces.

### 3.d. Las reformas de 1983

En 1983, se retornó al sistema de encaje fraccionario y al mecanismo de la C.R.M., y en febrero de ese año se permitió efectuar depósitos indexados a todas las personas jurídicas privadas, introduciéndose la indexación por tipo de cambio. Ya a esa altura, la C.R.M. era, claramente, un elemento perturbador de la política monetaria.

Al no ceder la tasa de inflación, la suba de las tasas de intereses tornó deficitario el saldo de la C.R.M. A su vez como los intereses sobre los redescuentos se devengaban, pero el pago de las compensaciones por la C.R.M. se realizaba en efectivo, el déficit cuasi fiscal de caja aumentaba permanentemente. Esto es lo que capta la mecánica de las ecuaciones (4) y (5): el B.C.R.A. estaba cancelar intereses sobre dinero bancario (*inside money*) con emisión de dinero primario (*outside money*). Su incremento se aceleraba con la incertidumbre, la cual fue creciendo al acercarse la fecha de los comicios presidenciales de octubre de 1983, fecha en la que el saldo negativo de la C.R.M. ya superaba el 4% del PBI. Una consecuencia fue la persistente fuga de capitales y la caída de las reservas internacionales del B.C.R.A. a fin de 1983 a US\$ 3.470 millones, esto es menos de la mitad del nivel observado a fin de 1980 (US\$ 7.684 millones).

En términos de PBI el período 1976-83 terminaba no sólo con una economía desequilibrada y desindustrializada, sino con una posición fiscal neta comprometida. **El gasto público corriente en términos del PBI era el máximo registrado desde 1960, y el gasto público total neto de transferencias había alcanzado en 1983 el 25,92% del PBI<sup>17</sup>.**

### 4. De la C.R.M. a los encajes remunerados y los depósitos indisponibles

En enero de 1984 las autoridades modificaron el régimen de encajes legales a efectos de inducir una reactivación económica con inflación relativamente baja. Se aplicaron encajes fraccionarios diferenciados según la localización de las entidades y sus sucursales, con mayores exigencias para las casas bancarias en Capital Federal y Gran Buenos Aires<sup>18</sup>. Con aparente intención de recuperar cierto control del multiplicador de la base monetaria, el B.C.R.A. empezó a colocar títulos públicos en las entidades.

Con el objeto de reactivar la actividad económica inyectando liquidez, las nuevas autoridades decidieron direccionar el crédito y subsidiarlo vía el Banco Nacional de Desarrollo (para el sector industrial) y el Banco Nación (para el agro), y otorgar redescuentos especiales para los bancos provinciales que prestaran a empresas de algunas economías regionales (caso del sector azucarero y el algodónero, por ejemplo). El B.C.R.A., además inició una baja gradual de las tasas activas reguladas desde el 15,5% anual en enero de 1984 a 11% en febrero de 1985. Además fue ampliado a 150 días el plazo mínimo para los depósitos indexados por IPC y por tipo de cambio (o "cláusula dólar" como se expresaba en esa época).

<sup>17</sup> Ver Arriazu, Leone y López Murphy (1988).

<sup>18</sup> Hasta fines de 1984 se mantuvo todavía vigente un encaje legal de 100% para el segmento de depósitos indexados por índice de precios combinados y para los depósitos indexados por tipo de cambio.



En enero de 1985 esa nueva exigencia fue eliminada, lo que permitió a las entidades mejorar su posición de liquidez, y reducir el flujo de redescuentos a las entidades. También se eliminó la exigencia de encaje legal del 100% para depósitos indexados por índice de precios combinados y para los depósitos indexados con cláusula dólar. Posteriormente se establecieron plazos mínimos y máximos para los préstamos y una tasa de interés máxima de capital ajustado. Los depósitos regulados pasaron a estar sujetos a un plazo mínimo (180 días) y con una tasa de interés máxima sobre el capital ajustado (12% efectivo anual).

Las medidas no eran compatibles con la estabilización de la inflación y las tasas de interés. Las autoridades optaron por el expansionismo monetario y fiscal y la inflación mensual (medida por el Índice de Precios al Consumidor) no parecía ser prioridad de política.

En ese primer año de la era democrática, la mitad de la expansión de la base monetaria se explicaba por el saldo negativo de la C.R.M. El 3 de abril de 1985 el B.C.R.A. emitió la Com. "A" 617 que dispuso:

- a) no reconocer compensación alguna de efectivos mínimos, eliminándose así la C.R.M.
- b) una reducción de los encajes de 10% (promedio),
- c) la suspensión transitoria del mercado de pases. El saldo de la C.R.M. a favor de las entidades se transformó en un Bono de Consolidación a 99 años, y se modificó el sistema de depósitos a tasa de interés regulada.

*Esa Com "A" 617 dio pie al nacimiento de los depósitos indisponibles, que a posteriori coexistieron con los encajes remunerados.* Los depósitos indisponibles eran inmovilizaciones compulsivas remuneradas, que se integraban bajo la forma de una deuda del Banco Central con las entidades. Originariamente, devengaban intereses que no se pagaban en efectivo. Para las entidades no eran diferentes a un encaje no remunerado. Si bien no se generaba un egreso de caja, era un aumento del pasivo del B.C.R.A. Hasta 1988 la tasa de devengamiento era un promedio de tasas pasivas de mercado más un spread fijado por el B.C.R.A.

La medida afectó negativamente a la rentabilidad de las entidades, de modo que el B.C.R.A trató de hacer "sintonía fina" administrando el comportamiento de las tasas activas y pasivas con variaciones en los coeficientes de encaje, de la variedad de encajes remunerados y de los depósitos indisponibles. Igualmente no se pudo evitar que algunas entidades enfrentaran serios problemas de liquidez<sup>19</sup>.

Como desde el 11/04/85 los encajes legales dejaron de remunerarse y la expansión resultante de la reducción de los encajes sobre los depósitos a plazo a tasa *regulada* existentes al 31 de marzo de 1985 se absorbió con un depósito indisponible en el B.C.R.A y remunerado: el llamado "DEPIN" (Com "A" 617). Este sustituyó al Préstamo Consolidado y a otro denominado Préstamo para el Alargamiento de Plazos. Unos días después la autoridad monetaria suspendió la operatoria de caución o alquiler de títulos, y obligó a las entidades a comprar un bono del B.C.R.A.: el BONIN o Bono Indisponible, aparentemente con la intención de para neutralizar la expansión monetaria asociada a la baja de encajes de esos meses. Las características básicas del BONIN y de los demás encajes y depósitos remunerados eran las siguientes:

- a) El "BONIN" (Com. "A" 641), ya citado, era un encaje *marginal* remunerado vigente entre mayo de 1985 y septiembre de 1987. Su exigencia dependía del crecimiento de los depósitos a interés **a tasa regulada**. El mismo pagaba una tasa de interés regulada, integrable en promedio durante el mes, los intereses eran abonados mensualmente por el B.C.R.A. La integración debía ser en mayo de 1985 igual al 50% del incremento del saldo de depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo al 31 de marzo de 1985, y a partir de junio un 60% del incremento respecto del saldo a esa fecha.

<sup>19</sup> Esto afectó negativamente la rentabilidad de algunas entidades que se vieron forzadas a financiar préstamos a tasa no regulada con depósitos a tasa regulada. Sobre este punto, ver Fernández (1986).



b) Otro *encaje marginal* remunerado vigente entre agosto de 1985 y septiembre de 1986: el "BONOR" (Com. "A" 733). Era un encaje sobre la variación mensual del promedio mensual de los depósitos **a tasa libre**. Inicialmente fue del 3%, pero luego se fue elevando hasta una exigencia del 55%. Por este encaje marginal, el B.C.R.A. pagaba con frecuencia mensual una tasa de interés *inferior* a la tasa pasiva no regulada, de modo que provocó problemas de rentabilidad en el sistema financiero. Igualmente fue utilizado para sustituir parcialmente a la colocación en las entidades de Certificados de Participación en Títulos Públicos en cartera del B.C.R.A. (CEDEP) que realizaba la autoridad monetaria para absorber base monetaria que se expandía por la reducción de los coeficientes de encaje a los depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo.

c) Un depósito no indisponible: el "BOFIN" o también "BOPEP" (Com. "A" 793), para neutralizar el efecto expansivo de los redescuentos para financiación y prefinanciación de exportaciones y compensar el insuficiente crecimiento de los depósitos a tasa ajustable. Este indisponible pagaba una tasa pasiva libre, no regulada, con frecuencia mensual.

También se implantó una mecánica de intermediación de corto plazo con las entidades (a tasa de interés no regulada) en lugar de la operatoria con aceptaciones, pases con títulos públicos y caución bursátil. La expansión de ese segmento tenía como límites máximos el 32% de los depósitos a tasa regulada y el 19% de la Responsabilidad Patrimonial Computable de cada entidad<sup>20</sup>.

Como observara Salama (1984), eran análogos a "bonos" de renta mensual, colocados compulsivamente en los bancos, pues no era más que tomar el dinero de los ahorristas captado por los bancos para financiar al Estado. Este, a través del B.C.R.A., pagaba una remuneración neta (esto es, déficit cuasi fiscal) igual a la diferencia entre los rendimientos de los depósitos indisponibles, BONIN y BONOR, y el de los créditos netos del B.C.R.A. contra el sistema financiero. Por consiguiente, la mecánica de flujos de fondos subyacente a este nuevo esquema era el mismo que el de la C.R.M. ya analizado. El "principal" de ese "bono neto" de las entidades endógeno, pues dependía de las preferencias del público por circulante, depósitos a la vista o depósitos a plazo. Por consiguiente, el Banco Central no podía controlar la base monetaria.<sup>21</sup> En definitiva, no había diferencia alguna respecto de la derogada C.R.M.

En suma, se crearon depósitos indisponibles, encajes remunerados (marginales y medios) y depósitos no indisponibles en pesos (ó "Activos Financieros Obligatorios). A posteriori, la aceleración de la inflación tornó necesario convertir estos últimos en nuevos indisponibles, ante las dificultades del B.C.R.A. para influir sobre las expectativas del sector privado<sup>22</sup>. La experiencia muestra que entre 1985 y 1989: **19 depósitos indisponibles, 3 encajes marginales remunerados, y 34 encajes "promedio" remunerados**. El resultado fue la pérdida de control de la política monetaria, el retorno de la desintermediación financiera<sup>23</sup> y la desmonetización de la economía a medida que aumentaba la deuda pública interna.

<sup>20</sup> Posteriormente dichos topes fueron incrementados hasta octubre de 1987 *al 247%* y *al 148%*, respectivamente. La razón era simple: eliminada la participación de los bancos en el mercado de aceptaciones, y ante la obligación de colocar los encajes en depósitos compulsivos (ilíquidos), aparte de las limitaciones para la expansión del segmento no regulado, desalentaba la oferta de crédito. A esto se sumaba la tendencia a la suba de las tasas de interés tanto por las expectativas de inflación y de devaluación de la moneda local, como por este mecanismo que replicaba la CRM. La suba de las tasas activas y el acortamiento de los horizontes de planeamiento desalentó la demanda de crédito bancario e incentivó el mercado de préstamos interempresarios.

<sup>21</sup> Ver también López Murphy (1982) y Rubini (1991). Para más detalles sobre el déficit cuasi fiscal resultante, ver Piekarz (1987) y Rodríguez (1993).

<sup>22</sup> Ver Rubini (1989) y Legnini y Lliteras (1997).

<sup>23</sup> En meses iniciales del llamado Plan Austral (estabilización antiinflacionaria de shock lanzada el 14 de junio de 1985), la política monetaria no fue tan restrictiva como sugerían sus primeros críticos. En particular era inocultable que los redescuentos del B.C.R.A., eran dirigidos a entidades oficiales, para financiar operaciones específicas. Sobre este punto, ver Stamatí (1985 y 1987).



## 5. Las innovaciones de 1986 y 1987

En abril de 1986 se estableció un nuevo régimen para los bancos públicos y mixtos, con la aparente intención de transformarlos en una suerte de banca de fomento. El B.C.R.A. les prohibió la captación de depósitos en el segmento no regulado. Por otro lado, se les reducía (sólo a ellos) el coeficiente de encajes legales sobre depósitos a la vista (de 89,5% a 20%) y se los liberaba de la exigencia de constituir el depósito compulsivo BONIN.

Para el resto de las entidades se desdobló la forma de constituir los BONOR. Por un lado se debía efectuar una inmovilización tomando como base el saldo promedio de depósitos del mes de marzo, multiplicado por un coeficiente que inicialmente fue de 1,07, pero con el tiempo terminó siendo reducido hasta 0,42. Por otro, se debía constituir en BONOR el 80% de todo incremento de depósitos constituidos por encima del monto que se obtenía para aplicar el requisito básico.

En agosto de 1986 asumió José Luis Machinea como nuevo presidente del B.C.R.A. Su objetivo inicial fue el de retomar el control de la oferta monetaria<sup>24</sup>. Los depósitos indisponibles rendían una tasa de interés real, inferior a la tasa activa, de modo que las entidades trataban de aumentar la captación de depósitos, con tasas pasivas en aumento. En octubre se instrumentaron nuevas reformas en el sistema financiero, jaqueado por la fuerte competencia del mercado de crédito interempresario:

- a) se volvió a autorizar (con excepción de la banca público) la participación de los bancos en las operaciones de aceptaciones, y también el otorgamiento de garantías para préstamos y alquiler de títulos.
- b) se impusieron montos y plazos mínimos para aceptaciones,
- c) se reformó el régimen de encajes constituidos bajo la forma de depósitos compulsivos

El B.C.R.A. sustituyó el BONOR por otro depósito que en el sistema financiero se conoció como "DENOR" (Com. "A" 925) y se estableció un encaje legal casi nulo, de modo que el encaje efectivo era prácticamente igual al encaje técnico. El DENOR se constituía sobre el nivel de depósitos a tasa libre, y a diferencia del BONOR ahora pasaba a ser un depósito indisponible. A comienzos de cada mes el B.C.R.A. comunicaba los intereses devengados de cada período. La tasa pagada ha estado generalmente en torno del 15%, quedando el 85% devengado capitalizando mensualmente el 85% de la renta devengada. Esta se ajustaba mensualmente por la evolución de la tasa pasiva promedio del mercado más un spread inicialmente igual al 2,6% de dicha tasa promedio. Los bancos tenían ahora un activo ilíquido y poco rentable, pero la baja del nivel promedio de encajes les permitió competir contra el segmento no institucionalizado. En este sentido, la reforma de 1986 fue un éxito: el mercado interempresario desapareció casi por completo al cabo de dos trimestres, y el nuevo depósito compulsivo tuvo un efecto monetario expansivo (gasto cuasi fiscal) inferior al del BONOR.

Como el DENOR pagaba el 15% de su renta devengada las entidades estaban percibiendo una renta aproximada a la tasa de interés real promedio de mercado. Sin embargo la aceleración de la inflación generaba varias consecuencias ya conocidas en los años del régimen militar:

1. Incremento asimétrico de las tasas de interés activas y pasivas por tipo de entidades, regiones, plazos, etc.,
2. Incremento de los costos de intermediación, especialmente cuando se acelera la inflación y el público huye de activos en moneda local a sustitutos fuera del sistema financiero formal.
3. Volatilidad de las tasas de interés nominales de corto plazo.

<sup>24</sup> En el diario "La Nación" del 24 de agosto de 1986 el periodista Eduardo Bonelli reflejaba así el clima de la época: "... las mayores perturbaciones que padeció el proceso de estabilización iniciado en junio del año pasado tuvieron su origen en la política monetaria del Banco Central, más propensa a satisfacer requerimientos de fondos de muy diverso origen y a inclinarse ante presiones de aquí y de allá que a preservar el valor del austral... Mientras el avance de los precios erosiona rápidamente el poder adquisitivo de salarios, las tasas de interés en alza, tratando de ganarle a la inflación, enervan toda perspectiva de inversión, postergan compras de bienes durables, modifican las políticas empresarias de stocks y desalientan toda operación a crédito, derivando recursos, en cambio hacia el sistema financiero que los esteriliza, finalmente en el Banco Central".



4. Tendencia a sustituir tenencias de activos en pesos por activos en moneda extranjera.
5. Acortamiento de horizontes de planeamiento, y de los plazos de depósitos y créditos
6. Tendencia a la desaparición del otorgamiento de créditos a tasas de interés fijas.

En el primer trimestre de 1987 los bancos y las consultoras del sector privado ya percibían que el gobierno tenía crecientes dificultades para controlar la inflación con los instrumentos de política monetaria aplicados desde el año anterior. Lo que ocurría era simple: el sistema de encajes remunerados era (a efectos monetarios) la misma C.R.M. con otra apariencia. Al acelerarse la inflación el capital de ese indisponible aumentaba, siendo inevitable recurrir a nueva emisión monetaria para pagar el 15% de los intereses del DENOR. La conducción del B.C.R.A. reaccionó en marzo de 1987 aplicando un nuevo depósito no indisponible remunerado que en el mercado financiero se pasó a conocer como "DENORCITO" (com. "A" 1218). Este era un encaje remunerado sobre depósitos a tasa libre que pagaba mensualmente los intereses devengados. Adicionalmente, se extendió la garantía de depósitos al segmento de tasa libre. El objetivo era el de retener cierto control monetario mientras se negociaban créditos con el Banco Mundial, pero no se modificaba el crónico desequilibrio fiscal arrastrado desde el cuarto trimestre de 1986.

El escenario se fue complicando rápidamente. Las autoridades no lograron en el Congreso prorrogar la vigencia de la reforma tributaria de 1985 entre 1986 y 1987 la caída de los precios internacionales obligó a reducir las retenciones a las exportaciones de granos. Su costo fiscal significó el 1% del PBI, pero ya en el cuarto trimestre de 1986 el déficit fiscal había saltado al 5% del PBI, y se complicaron las negociaciones con el Banco Mundial para acceder a nuevos créditos. El organismo multilateral exigió al gobierno argentino la fusión entre el Banco de la Nación Argentina y el Banco Nacional de Desarrollo (BANADE), y la liquidación del Banco Hipotecario Nacional.

Como era de esperar, estas iniciativas no fueron aceptadas por las autoridades argentinas, y dado que 1987 era un año electoral las autoridades aumentaron sustancialmente el monto de redescuentos para bancos oficiales, principalmente para el Banco Hipotecario Nacional. Para evitar su impacto inflacionario, el B.C.R.A. comenzó a crear nuevos encajes y depósitos indisponibles remunerados. El rápido aumento de la deuda interna transformó al Estado en una suerte de deudor de última instancia de la economía, pero expuesto de manera "descubierta" a las variaciones de las tasas de interés.

El 15/10/87 el Ministro de Economía, Juan Sourrouille, anunció un congelamiento de precios y salarios (que resultó a posteriori un fracaso) con desdoblamiento cambiario: un tipo de cambio oficial para comercio exterior, y otro libre para el resto de las transacciones. El B.C.R.A. eliminó el segmento de depósitos a tasa regulada, y el de depósitos indexados, ajustados por cláusula dólar. Por consiguiente, desaparecieron el BONIN y el DEPIN, pero se creó otro encaje legal adicional: un depósito indisponible remunerado sobre depósito en caja de ahorro común (Com."A", anexo II, y Com. "A" 1099 para la banca provincial). En este caso el mismo indisponible se lo identificó con tres nombres: "Nuevo BONOR", "BONORCITO" o "CAFIN". Adicionalmente se creó un activo especial que debía integrarse mensualmente por el 50% del promedio de depósitos en caja de ahorro común.

Las entidades privadas fueron autorizadas a captar depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo a tasas de interés libres, y el B.C.R.A. decidió reducir transitoriamente los encajes para depósitos en cuenta corriente (un punto porcentual), y depósitos en caja de ahorro especial (de 8% a 1,5%), pero incrementó la exigencia de encajes sobre depósitos en caja de ahorro común (de 12% a 25%). Para la banca estatal se permitió realizar operaciones con aceptaciones no ajustable, pero se mantuvieron topes a las tasas de interés, y al crecimiento de su captación de depósitos en caja de ahorro, plazo fijo y aceptaciones: 5% para octubre, en aumento hasta llegar al 20% en marzo de 1988 y en abril de ese año se eliminó ese tope máximo. Igualmente, estas medidas fueron dejadas sin efecto en apenas un mes, y posteriormente, en noviembre de 1987 se permitió nuevamente la operatoria con créditos indexados con índices de precios o cláusula dólar, con plazos de 6 meses o un año. En 1988 el B.C.R.A. aumentó las exigencias de encajes (remunerados) para inducir subas de tasas de interés, y desalentar la dolarización de carteras, algo casi imposible, dada la endogeneidad del resultado cuasi fiscal del



B.C.R.A., y de los pasivos del sector público<sup>25</sup>: Broda y Santángelo (1988), a su vez observaban lo siguiente:

*"Aquí radica el mayor defecto de las estrategias de mantener tasas de interés altas en un plan de estabilización. En un primer momento el aumento de las tasas puede aumentar la demanda de depósitos a plazo fijo, mientras que el impacto sobre la creación monetaria es reducido... Cuando el Estado es el principal deudor y financia los servicios de la deuda con emisión monetaria, a largo plazo altas tasas de interés aumentan y no disminuyen el desequilibrio monetario.... En este tipo de programas de estabilización el impacto del déficit de las operaciones del Banco Central adquiere un carácter endógeno y explosivo... La endogeneidad y explosividad del déficit del Banco Central alcanzan su grado máximo cuando la demanda del activo que provee financiamiento gratuito al gobierno llega a un mínimo".*

No era esa la lectura de las autoridades. Por el contrario, mantuvieron invariable el activismo fiscal y monetario, junto a controles de precios y "concertaciones" con criterio político de ocasión (algo llamativo, dadas las persistentes críticas que recibía el gobierno por su aparente sesgo "tecnocrático", y el habitual discurso oficial en contra de las "corporaciones").

## 6. Las reformas de 1988

La exigencia de encajes bajo la forma del DENORCITO aumentó, especialmente en mayo de 1988 hasta el 17% del saldo promedio de depósitos a plazo fijo, aceptaciones y pases pasivos de marzo de 1998, dada la necesidad de frenar la expansión monetaria posterior al pago de vencimientos de deuda pública. Previamente, en abril de 1988 se había obligado a los bancos a sustituir el 45% del DENOR por el depósito de la Com. "A" 1187. Los medios periodísticos dieron en llamar a dicho indisponible el "Depósito o Bono Vicens"<sup>26</sup>. Era un indisponible bajo la forma de un bono escritural a 10 años de plazo y pago mensual de amortización e intereses, que se implementó para inmovilizar en parte la expansión monetaria del pago de intereses del DENOR. El problema era que al liberar el B.C.R.A. entre capital e intereses una suma equivalente más del 1% del total de depósitos (y pagando tasas nominales del 20% anual), el pago del 15% de la renta del DENOR significaba un crecimiento adicional de la base monetaria de aproximadamente el 3% mensual. Por otro lado, los bancos rechazaron la oferta del B.C.R.A. de canjear el 15% de la renta del DENOR por un título de idéntica característica y cotizable en Bolsa.

El rechazo de las entidades se debió a que implicaba renunciar al capital líquido de las entidades, y sustituirlo por un título cuya venta bajo la par significaba una pérdida no recuperable. Este evento marcó un antes y después para el B.C.R.A. y para la Secretaría de Hacienda: a partir de entonces se tornó cada vez más difícil para el Gobierno colocar deuda pública voluntaria. Ante la acumulación de vencimientos de los títulos públicos al mes de mayo de 1988 se debió aumentar la exigencia de encajes constituida bajo la forma del DENORCITO, para tratar de esterilizar la creación de dinero secundario.

Según Escudé (1991): "en mayo de 1988 de cada 100 australes captados por el sistema en concepto de depósitos de todo tipo, 69 eran inmovilizados en depósitos y activos forzosos y sólo 31 quedaban como capacidad prestable. Esto significa que el sistema era el financista de última instancia del Estado". Los pagos por intereses y ajustes de estos depósitos compulsivos fueron vía emisión de dinero, pero para evitar perder el control de la base monetaria, el B.C.R.A. no abonaba los intereses devengados de los indisponibles.

<sup>25</sup> Ver Rubini (1991) y De Pablo (2000), pág. 185.

<sup>26</sup> La autoría en ese momento se atribuyó al economista Mario Vicens, quien fuera director del BCRA entre agosto de 1986 y septiembre de 1988, presidiendo en el mismo la Comisión de Política Monetaria.





Dicha tónica se mantuvo invariable hasta el estallido hiperinflacionario de junio de 1989. Sin embargo, era evidente la pérdida de control de la base monetaria. En julio de 1988 ya más del 7% del crecimiento de la base monetaria se explicaba por el déficit cuasi fiscal de caja resultante de la remuneración de encajes.<sup>27</sup> Ciertamente los controles de precios no podían sino fracasar, como efectivamente ocurrió<sup>28</sup> (ver Cuadro 2 del Anexo Estadístico).

La aceleración inflacionaria del primer semestre de 1988 provocó una caída (promedio) del salario real de algo más del 10%. Además, las exportaciones habían caído en casi US\$ 2.000 millones por baja de los precios internacionales de los bienes agropecuarios, y la tasa de desempleo venía en aumento (en torno del 6%, cuando en 1984 era del 4%). El congelamiento de salarios y tarifas no sirvió para reactivarla economía, lo que afectó a la liquidez del sector público. El gobierno, a su vez, negoció exitosamente con el Partido Justicialista un paquete de nuevos impuestos (al cheque, al consumo de cigarrillos, a las naftas), pero en abril de 1988 el gobierno incurrió en la moratoria unilateral de los pagos de intereses de la deuda con los bancos acreedores.

La fuga de capitales, la falta de dinamismo de las exportaciones, y la renuencia del gobierno de los EEUU a otorgar un préstamo puente hasta que Argentina no se pusiera al día en el pago de los intereses adeudados a los bancos, forzó al Gobierno a financiarse con deuda interna y de dinero. Si bien el ministro Sourrouille obtuvo del Banco Mundial un préstamo por US\$ 1.250 millones, sin acuerdo previo con el FMI, los bancos acreedores planteaban que para volver prestr al Gobierno Argentino requerían que el FMI otorgara un crédito contingente y que el gobierno argentino aceptara un acuerdo sobre el pago de los intereses atrasados.

Sin respuesta satisfactoria, y ante la incertidumbre creciente, los bancos rechazaron la sustitución del DENOR por otro bono, emitido por un gobierno en default. Frente a esa realidad, y con una inflación creciente, el gobierno intentó recuperar la credibilidad y la estabilidad alcanzada exitosamente en 1985 con el Plan Austral. Por otro lado, la inflación mensual medida por el Índice de Precios al Consumidor se aceleró peligrosamente en el segundo trimestre del año, y ya en julio alcanzó el 25,6%, levemente superior al del mayo de 1985 (el mes previo al lanzamiento del Plan Austral): 25,09%. A esto se sumó el incremento de la deuda pública externa en US\$ 4.000 millones sólo por acumulación de intereses y refinanciamientos.

En julio de 1988 se acentuó la desmonetización ante las expectativas de un aumento en la emisión monetaria de 10.000 millones de australes para cubrir erogaciones fiscales y cuasifiscales:

- a) 3.000 millones de australes para pago de vencimientos de la deuda pública,
- b) 2.900 millones de australes para el pago de la remuneración de encajes legales,
- c) 3.000 - 3.500 millones para compra de divisas,
- d) el saldo restante (entre 600 y 1.100 millones de australes) para otorgar redescuentos al Banco Hipotecario Nacional.

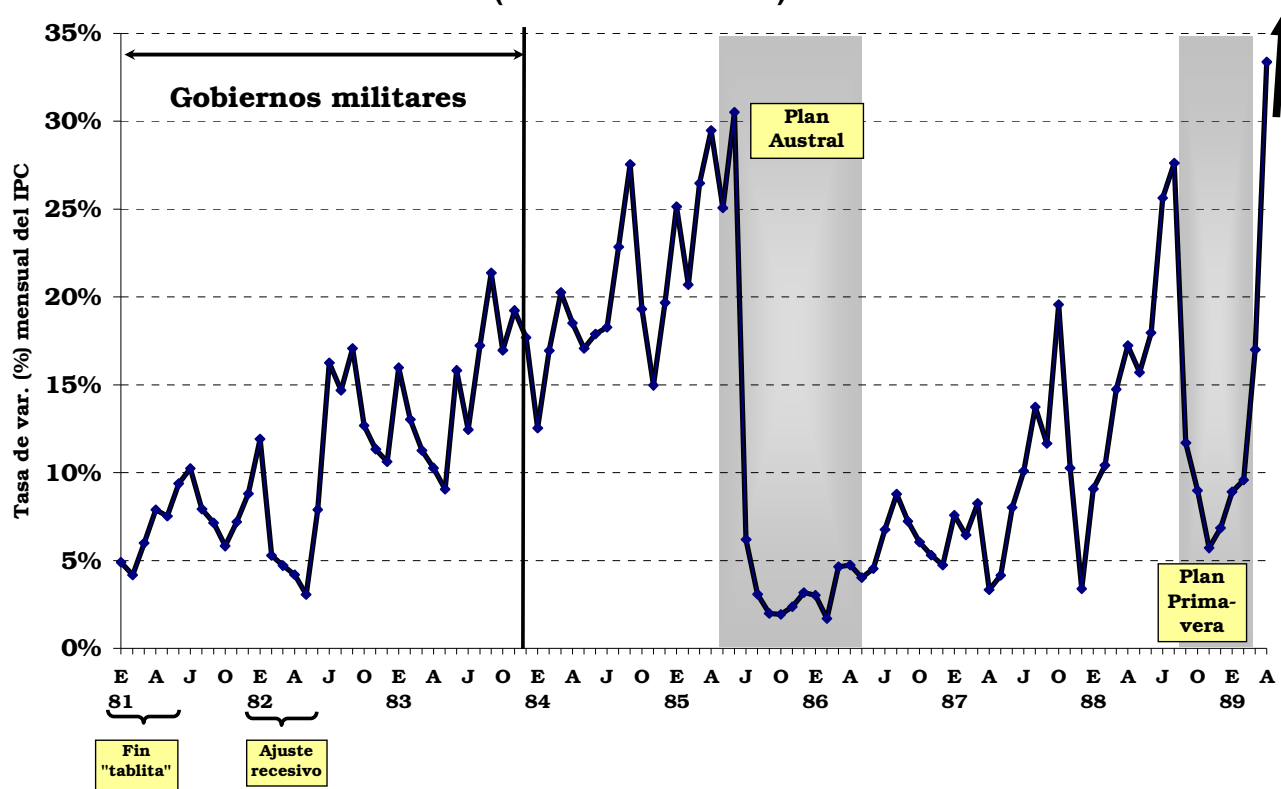
La mayoría de las estimaciones privadas indicaban en ese mes que la inflación mensual compatible con una emisión monetaria de tal magnitud no podía ser inferior al 30%. Si bien se generaron expectativas de cambios en la negociación con el FMI y los acreedores, dado que en julio se anunció la renuncia del Secretario del Tesoro de EEUU, James Baker, fueron las filtraciones a la prensa (falencia habitual en las autoridades de entonces) las que forzaron el adelantamiento del programa. De ahí la paradoja de que se diera en llamar "Plan Primavera" a un programa de estabilización lanzado en un mes de invierno (3 de agosto de 1988).

<sup>27</sup> Ver Estudio M.A.M. Broda y Asociados (1989). Otros economistas del sector privado habían instalado el debate sobre esta cuestión, sin respuesta alguna por parte de los funcionarios de la época ni de los economistas ideológicamente afines al gobierno de entonces. En particular, ver Lagos (1986), Szewach (1986), Szewach y Stamati (1986), y Murolo (1988, a y b).

<sup>28</sup> Ver Cuadro 2 del Anexo Estadístico.

El “componente heterodoxo” del programa era un compromiso de los empresarios de la UIA y de la Cámara Argentina de Comercio de no aplicar reajustes de precios por 180 días<sup>29</sup>, aunque el Congreso no alteró las paritarias trimestrales para reajustes de salarios. Las autoridades requerían dicho compromiso, dado que los acuerdos con organismos multilaterales de crédito tornaban imposible congelar tarifas, y no había margen para subas de impuestos. A su vez, el apoyo de la Unión Industrial Argentina y de la Cámara Argentina de Comercio obedecía al temor de un nuevo congelamiento de precios. A pesar de su ineffectividad, los controles de precios se continuaron aplicando hasta el final del gobierno del presidente Alfonsín (ver Anexo Estadístico).

Gráfico 3: Tasa de inflación mensual (IPC Var. % mensual)



Fuente: INDEC

## 7. Los encajes remunerados bajo alta inflación

El “pilar ortodoxo” del “Plan Primavera” consistía en inducir una suba de las tasas de interés, para enfriar la demanda agregada y (supuestamente), las expectativas de devaluación. También se anunció el desdoblamiento del mercado de cambios. Un segmento de tipo de cambio oficial para el comercio exterior y otro de tipo de cambio libre para operaciones financieras. El mismo fue aprovechado por el B.C.R.A. comprando con pesos los dólares del superávit comercial, y revendiéndolos en el segmento financiero. Dicha emisión fue, lisa y llanamente, *un subsidio en pesos a la especulación informal, y a la fuga de capitales*. En lo que atañe al resultado cuasi fiscal y su impacto negativo sobre la capacidad de control monetario, las reformas más relevantes por el “Plan Primavera” fueron las siguientes:

1) Se mantuvo el CAFIN o BONORCITO, pero se eliminó el DENORCITO. Sobre el promedio de depósitos a tasa libre se comenzó a exigir un encaje no remunerado de 3% para inducir una baja en la tasa nominal de interés pasiva.

<sup>29</sup> Según medios de prensa de la época, el Presidente Alfonsín debió intervenir personalmente para lograr ese compromiso de los empresarios (ver Morales Solá, (1990)).



2) Al saldo promedio que quedaba del DENORCITO, durante julio, se sumó el del indisponible de la Com. "A" 1217. A esta suma se le aplicó un múltiplo de 1,25, y se lo transformó en un nuevo depósito no indisponible, bajo la forma de un bono a casi 10 años de plazo, integrable sobre la base de los promedios de saldos diarios. Su estimación y exigencia dependía de la variación de la posición de las entidades durante el mes. De esa forma, se evitaba que indujera una suba de las tasas pasivas. El cronograma de pagos de amortizaciones sobre ese nuevo "bono" era progresivo, comenzando desde el inicio con un 0,5% y aumentando mensualmente con porcentajes crecientes, debiendo amortizarse en su totalidad en abril de 1998. La tasa de interés que pagaba era la tasa de interés pasiva promedio más el 1%, y hasta el 103% del importe exigido. Esto significaba un efecto contractivo sobre la base monetaria, porque evitaba realizar los pagos mensuales por intereses del DENORCITO y también la expansión por el pago de amortizaciones e intereses mensuales asociados al depósito indisponible de la Com. "A" 1217.

3) Al DENOR se sumó el Bono Vicens, y de esa consolidación surgió el depósito de la Com. "A" 1241 como un depósito a plazo indisponible y no integrable, computado sobre la base del promedio mensual de saldos diarios de depósitos. Su objetivo era detener la expansión monetaria por el pago de intereses y amortizaciones del DENOR.

4) continuaron las licitaciones diarias de Certificados de Participación en títulos públicos en cartera del B.C.R.A. (los llamados CEDEP).

Esta complicada reforma de los encajes remunerados pretendía reducir el déficit cuasi fiscal de caja, pero su éxito dependía de que varios factores:

a) una contracción de la demanda de fondos por parte del gobierno (esto es, una baja en el déficit fiscal) y del financiamiento del déficit fiscal vía redescuentos, y

b) una baja en la tasa de inflación lo suficientemente significativa y persistente como para inducir un aumento de la demanda de dinero.

Esas condiciones nunca se observaron en la realidad. La inestabilidad de la demanda de moneda local, y la falta de control de los agregados monetarios respondía a la pérdida de credibilidad en las autoridades. La falta de disciplina fiscal dio lugar a una creciente emisión de títulos de deuda interna, fenómeno llamado "festival de bonos" por el entonces Secretario de Industria Roberto Lavagna, quien abandonó el equipo económico en septiembre de 1988.

Los inversores más informados, a su vez, observaban la creciente velocidad de aumento de la deuda pública interna. El stock de la misma había aumentado de **US\$ 7.319 millones** en diciembre de 1987 a **US\$ 8.745 millones** en agosto de 1988. Sin embargo su stock fue creciendo a una velocidad mayor, hasta alcanzar su máximo nivel en **marzo de 1989: US\$ 18.247 millones**, de los cuales **la deuda del Banco Central (con las entidades financieras) era de US\$ 13.248 millones** (nada menos que 18,9% del PBI registrado, estimado en esos meses en aproximadamente **US\$ 70.000 millones**)<sup>30</sup>.

Como muestra el Cuadro 4, en el segundo trimestre de 1989 la base monetaria medida en dólares había caído un 29%, pero la deuda remunerada del B.C.R.A. había aumentado un 73,5%, y en particular la deuda onerosa del B.C.R.A en concepto de títulos había registrado en el segundo trimestre de 1989 un aumento trimestral de 921,3%, y superaba a la de igual trimestre de 1988 en un 461,5%. En

<sup>30</sup> En esos años, los datos del B.C.R.A (donde se elaboraban las Cuentas Nacionales), eran percibido con suspicacias, y en algunos casos se señalaban diversos errores u omisiones, pero jamás se observaron ni denunciaron prácticas escandalosas como las observadas en el INDEC dos décadas después. Economistas del sector privado, habían elaborado convincentes estimaciones sobre el tamaño de la economía no registrada (caso de Adrián Guissarri (1989)), dando lugar a serias dudas respecto de la entonces generalizada tradición oral sobre el nivel algo "mágico" de un PBI promedio anual en torno de los US\$ 70.000 millones.



el segundo trimestre de 1989 (plena hiperinflación), la relación deuda interna remunerada / base monetaria ya era igual a 6,58:

**Cuadro 4. Deuda pública interna y base monetaria (en US\$ Mill. de septiembre de 1989)**

Año	Trim.	Deuda remunerada (Tesoro + B.C.R.A.)	Tesoro	Deuda remunerada del BCRA con entidades financieras					Base monetaria	Deuda remunerada/ base monetaria
				Total	Indisponibles	Encajes remunerados	Títulos	Otros		
				I = (a) + (b)	(a)	(b) =[1]+[2]+[3]+[4]	[1]	[2]		
1985	II	3.699	463	3.236	2.445	195	596	0	2.456	1,51
1986	I	5.387	767	4.620	2.125	2.355	51	89	5.311	1,01
1987	I	7.031	1.889	5.142	4.322	519	208	93	4.303	1,63
1988	I	7.552	3.035	4.517	3.465	655	176	221	3.169	2,38
	II	7.777	2.734	5.043	3.800	753	231	259	2.655	2,93
	III	7.839	2.285	5.554	4.569	429	307	249	2.370	3,31
	IV	8.419	1.925	6.494	5.464	574	226	230	2.772	3,04
1989	I	10.377	2.892	7.485	6.347	711	127	300	3.095	3,35
	II	12.418	3.669	8.749	6.182	749	1.297	521	1.886	6,58

**Var % Trimestral**

1988	I	10,7%	8,6%	12,1%	7,3%	1,1%	402,9%	88,9%	-1,0%
	II	3,0%	-9,9%	11,6%	9,7%	15,0%	31,3%	17,2%	-16,2%
	III	0,8%	-16,4%	10,1%	20,2%	-43,0%	32,9%	-3,9%	-10,7%
	IV	7,4%	-15,8%	<b>16,9%</b>	19,6%	33,8%	-26,4%	-7,6%	<b>17,0%</b>
1989	I	<b>23,3%</b>	<b>50,2%</b>	<b>15,3%</b>	16,2%	23,9%	-43,8%	30,4%	<b>11,7%</b>
	II	<b>19,7%</b>	<b>26,9%</b>	<b>16,9%</b>	-2,6%	5,3%	<b>921,3%</b>	73,7%	-39,1%

**Var. % Interanual**

1988	I	7,4%	60,7%	-12,2%	-19,8%	26,2%	-15,4%	137,6%	-26,4%
	II	4,3%	21,2%	-3,0%	-12,0%	18,6%	68,6%	142,1%	-37,4%
	III	6,7%	-11,1%	16,2%	17,7%	-37,9%	403,3%	70,5%	-37,1%
	IV	<b>23,4%</b>	-31,1%	<b>61,2%</b>	<b>69,3%</b>	-11,4%	<b>545,7%</b>	96,6%	-13,4%
1989	I	<b>37,4%</b>	-4,7%	<b>65,7%</b>	<b>83,2%</b>	8,5%	-27,8%	35,7%	-2,3%
	II	<b>59,7%</b>	<b>34,2%</b>	<b>73,5%</b>	<b>62,7%</b>	-0,5%	<b>461,5%</b>	101,2%	-29,0%

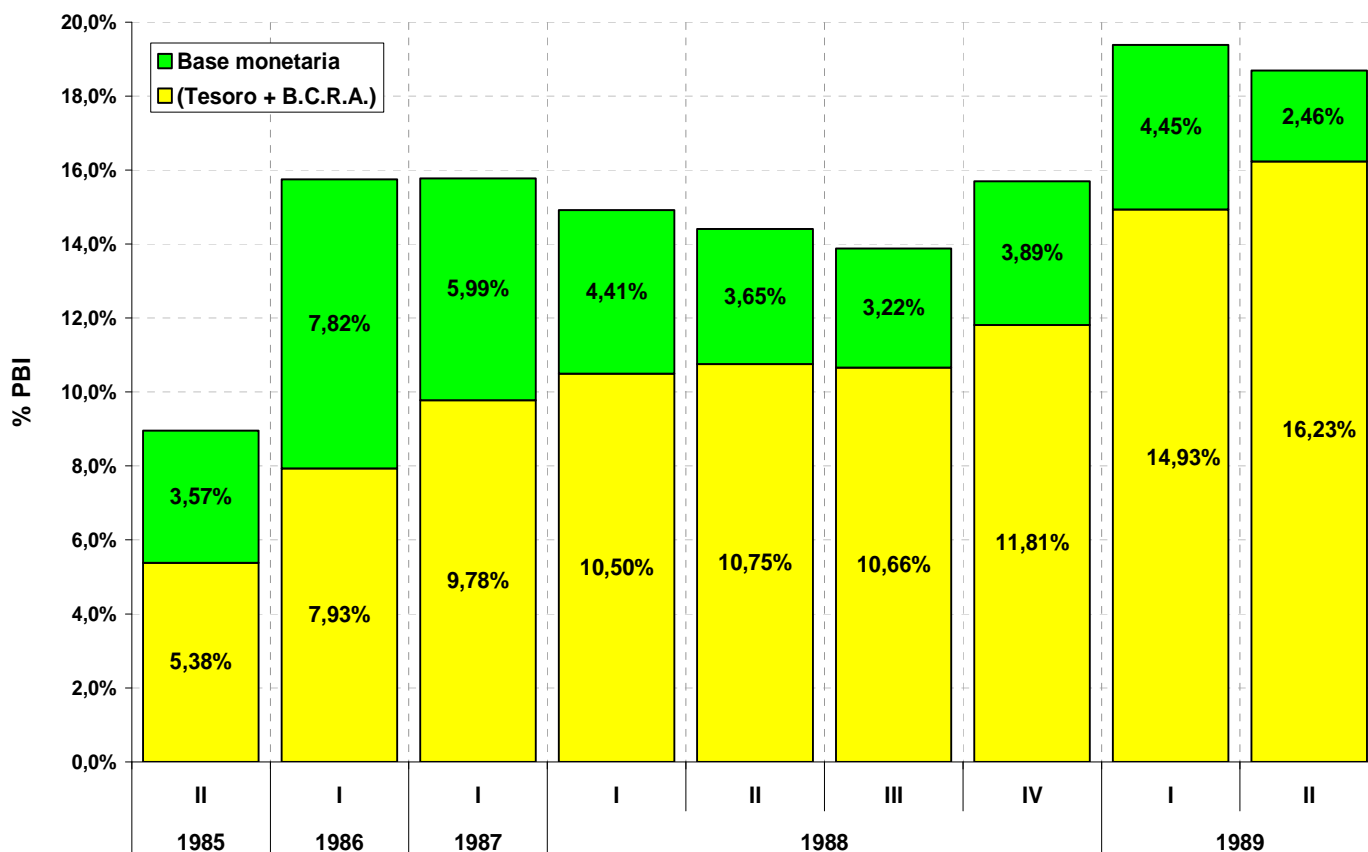
Fuente: Artana, Libonatti y Rivas (1990)

Para un PBI (registrado) promedio de US\$ 70.000 millones durante esos meses<sup>31</sup>, esto significó un salto del stock de deuda interna equivalente al **13,5% del PBI**. El pico se alcanzaría en los meses de plena hiperinflación (mayo-junio de 1989).

El Gráfico 2 muestra que en el segundo semestre de 1987 la base monetaria representaba el 3,57% del PBI y la deuda pública interna total (Tesoro + B.C.R.A.) el 5,38% del PBI. En el segundo semestre de 1989 (el año de la hiperinflación), *la primera equivalía al 2,46% del PBI, mientras que la deuda interna total trepó nada menos que hasta el 16,29% del PBI.*

<sup>31</sup> Si se optara por medir el PBI a precios de 1960 puede comprobarse una caída sistemática del PBI por habitante desde el año 1979.

**Gráfico 2. Deuda interna y base monetaria en % PBI**



Fuente: Artana, Libonatti y Rivas (1990)

La huida de dinero y la fuga de capitales era inevitable. Adicionalmente se sumaba la proximidad de las elecciones presidenciales, y el discurso populista del candidato del Justicialismo (Carlos Menem) incentivaba aún más la fuga geográfica de capitales. El BCRA optó por instrumentó nuevas reformas al sistema de encajes remunerados, pero fueron inefectivas:

- a) Septiembre de 1988: un nuevo encaje legal bajo la forma de un depósito indisponible utilizado para financiar vencimientos de títulos públicos.
- b) Octubre de 1988: nuevos encajes bajo la forma de depósitos no indisponibles sobre el 2% de los depósitos a plazo fijo del mes contemporáneo.
- c) Noviembre de 1988: aumentó de la exigencia del indisponible anterior al 3,5% y creación de otro indisponible, (Com. "A" 1287) del 2% sobre los depósitos a plazo fijo.

Hacia noviembre de 1988 el B.C.R.A. se desprendió de títulos públicos para absorber circulante, sin reducir la exigencia de encajes. El objetivo era inducir así una suba de tasas de interés reducir la brecha entre el tipo de cambio "paralelo" y el tipo de cambio, tratando de que la misma se mantuviera en torno 25%. En el mercado financiero esto fue percibido como una estrategia poco sostenible, especialmente cuando el B.C.R.A autorizó a la banca oficial a mantener deficiencias en la integración de indisponibles, sin pago de punitivos, y a integrarlos luego con títulos públicos.

La expansión fiscal y monetaria se trató de "moderar" con nuevos depósitos indisponibles, pero la estrategia fracasó estrepitosamente. En enero de 1989 el BCRA creó el indisponible de la Com "A" 1308 del 3% de los plazos fijos de diciembre de 1988, y en febrero de 1989 otro más: el de la Com "A" 1324, del 4% de los depósitos a plazo fijo. Sin embargo, en enero de 1989 el Banco Mundial dio por terminadas las negociaciones con Argentina sobre los pagos externos, y no desembolsó el segundo



tramo de créditos que se había acordado en septiembre de 1988. Frente a la fuerte presión a compradora en el mercado de cambios el titular de la autoridad monetaria y el Ministro de Economía anunciaron el 6 de febrero de 1989 que el B.C.R.A. dejaba de intervenir en el mercado cambiario.<sup>32</sup> Esto se percibió como el fin del "Plan Primavera".

Luego de los anuncios del 6 de febrero de 1989 la exigencia del encaje de la Com "A" 1324 se redujo al 1%, y se procedió a liberar el monto correspondiente al Com "A" 1255 de septiembre de 1988. Sin embargo, las posteriores declaraciones de un vocero del FMI sobre la inviabilidad de un acuerdo con Argentina antes las elecciones presidenciales finalmente, sepultaron definitivamente la credibilidad de las autoridades. Ya era poco creíble pensar en drástico e impopular cambio en la política fiscal y monetaria, dada la relativa proximidad de las elecciones presidenciales para octubre de 1989. La aceleración de la dolarización de carteras y la huida del dinero condujo a la hiperinflación y al adelantamiento de las elecciones al 14 de mayo de 1989 en que se impuso el candidato del opositor Partido Justicialista, Carlos Menem.

## 8. Hiperinflación y transición

El 31 de marzo de 1989 el renunciante Ministro de Economía, Juan Vital Sourrouille, fue reemplazado por Juan Carlos Pugliese. En abril de 1989 se liberó el tipo de cambio con creciente déficit fiscal, atraso en las tarifas públicas y creciente inflación, y una acumulación permanente del stock de títulos públicos en el mercado. En un clima electoral y de aumento acelerado de los precios, el Gobierno logró que los grupos empresarios tenedores de títulos aceptaran "voluntariamente" refinanciar sus vencimientos a 180 días. Se trató de controlar algo la expansión monetaria vía elevación de los encajes, pero los bancos siguieron incrementando las tasas de interés pasivas, a pesar de los intentos del Banco Central por evitarlo<sup>33</sup>. La aceleración de la inflación, de la depreciación de la moneda local y de la suba de las tasas de interés evolucionó en línea con la velocidad de crecimiento del déficit fiscal y del cuasi fiscal, y en menor medida, de la emisión nominal de billetes y monedas. En este contexto, la liberación del tipo de cambio, en un contexto de atraso de las tarifas públicas (40% promedio respecto del IPC), exacerbó la desmonetización y huida del dinero, que llevó a la hiperinflación. Luego de la derrota electoral del candidato oficialista (Eduardo Angeloz), se produjo un nuevo cambio de ministro de Economía: Jesús Rodríguez reemplazó a Juan Carlos Pugliese el 14/05/89.

La prioridad del nuevo ministro en su breve gestión (57 días), fue la de tratar de estabilizar el tipo de cambio. El dólar oficial para importaciones en agosto de 1988 cotizaba a 13 australes, subió a 18 australes en enero de 1989, pero a fines de marzo trepó a 34 australes, y 60 días después a 250 australes. El 19 de mayo el Ministro Rodríguez fijó un tipo de cambio único en 175 australes, pero en 2 semanas volvió a ubicarse en torno de los 200 australes, mientras que el del mercado libre (paralelo), oscilaba entre 300 y 360 australes. Las Com "A" 1434 y 1435 de junio de 1989 significaron el retorno al control de cambios casi absoluto: deja sin efecto el Mercado Libre de Cambios creado por la Com. "A" 1396 del 13/4/89 y estableció un Mercado Unico (oficial) de Cambios. Además, por la Com. "A" 1450 del 8 de junio de 1989, el BCRA suspendió la compraventa de moneda extranjera para viajar al exterior<sup>34</sup>. En el crítico mes de junio de 1989 el Gobierno aplicó estas medidas:

- a) suspensión parcial del régimen de promociones industriales,
- b) indexación del saldo de las declaraciones del Impuesto al Valor Agregado y de Impuestos Internos,

<sup>32</sup> Según De Pablo (2010), pp. 232-233, "Machinea hizo a comienzos de 1989 exactamente lo mismo que Pinedo había hecho en abril de 1962: aplicar el más estricto razonamiento basado en el denominado enfoque monetario de la balanza de pagos. El esperado triunfo electoral de Menem -no del Menem que vino, sino del que se creía que iba a venir- redujo notable e irremediabilmente la demanda de pesos, por lo que si no hubiera dejado de vender dólares en la fecha en que lo hizo, tendría que haberlo hecho pocos días después".

<sup>33</sup> Se dejó sin efecto la exigencia de la Com "A" 1255, se liberó el 3,9% de la exigencia e la Com. "A" 1241, se pagaron en efectivo los vencimientos de un título indexado por cláusula dólar (el llamado "TACAM II").

<sup>34</sup> Antecedente de esta medida: la Com. "A" 391 del 3 de septiembre de 1983



- c) pago de reembolsos a exportadores con nueva deuda pública: los Títulos de Financiación Solidaria ("TIFISO"),
- d) nuevo impuesto de emergencia sobre el sector agropecuario,
- e) reducción en un 10% las exigencias de las Com. "A" 1241 y "A" 1242,
- f) liberación selectiva del nivel de encaje promedio de cada banco, de modo que quedaban vigentes sólo cuatro depósitos indisponibles remunerados.

A mediados de ese mes el BCRA instrumentó una mecánica de cancelación anticipada de redescuentos otorgados antes del 31 de marzo de 1989, y con vencimientos que operen a partir del 1° de octubre de 1989 *vía entrega de títulos de deuda pública interna*. El objetivo era el de moderar la demanda de fondos de los bancos con problemas de liquidez *Las tasas de interés pasivas a 30 días, en promedio llegaban a esa fecha al 300% mensual, pero a mediados de junio bajaron a menos del 100% mensual*.

La inflación de ese mes medida por el IPC del INDEC llegó al 196,63%, lo que *facilitó la licuación de pasivos de las entidades financieras*. Ante la parálisis de la economía real y del mercado de crédito, los bancos sobrevivían haciéndose de recursos líquidos comprando Bonos Externos con pesos y vendiéndolos a cambio de dólares. Esto aceleró la suba del tipo de cambio nominal, y las tasas reales de interés pasaron a ser positivas. Sobre el final de la gestión Alfonsín, se eliminó el segmento de depósitos ajustables para tratar de estabilizar el tipo de cambio, pero la medida fue inefectiva. La hiperinflación era incontrolable y sus consecuencias también:

- a) *El 90% de los depósitos a plazo fijo estaban pactados a 7 días de plazo.*
- b) Al 14 de junio de 1989 el kg. de novillo vivo en el Mercado de Hacienda de Liniers cotizó a 120 australes, esto es, un nivel que superó al de 30 días antes en un 264%.
- c) Incremento relativamente "atrasado" o "reprimido" de las tarifas de empresas públicas para recomponer parcialmente el saldo de caja de las empresas públicas: *100% (promedio)*.
- d) Corte de líneas de créditos de bancos extranjeros para importaciones, los sufrían dos sectores: electrónica y electrodomésticos. En el caso del agro, ACA y FACA recibían prefinanciamientos para exportación de bancos suizos, pero bancos alemanes les cortaron las líneas de crédito.
- e) Caída (interanual) de 55,3% en la venta de automóviles, 73% en el caso de las camionetas, 69,7% para vehículos de carga y de transporte de pasajeros y 67% en el caso de los tractores<sup>35</sup>.

## 9. El gobierno de Menem

### 9.a. El Plan "BB I"

El 10 de julio asumió la Presidencia de la Nación el candidato del Justicialismo, Carlos Menem. En su primer gabinete asumió la cartera económica un grupo de ex ejecutivos de Bunge y Born, que luego de algunos cambios<sup>36</sup>, se mantuvo hasta diciembre de 1989. El contexto no era nada apacible, pero al menos las nuevas autoridades eran concientes de que la deuda interna, el desorden fiscal y monetario, y la estabilización de las expectativas eran los problemas más urgentes a resolver por el nuevo equipo económico (conducido por ex ejecutivos del grupo Bunge y Born).

El nuevo equipo económico optó por una estrategia gradualista por etapas que en menos de cinco meses no mostraron éxito alguno. Al menos desde el inicio de la gestión el nuevo gobierno contaba con ciertos factores a su favor:

<sup>35</sup> Datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFSA) y Asociación de Fábricas de Tractores (AFAT).

<sup>36</sup> El ministro Roig falleció a la semana de haber asumido el cargo, siendo reemplazado por Néstor Rapanelli.



- a) el nombramiento de un ejecutivo de Bunge y Born, Miguel Roig como ministro de Economía del presidente Menem, quien en la campaña utilizó un discurso notablemente anti-mercado, redujo rápidamente la incertidumbre, y frenó (al menos transitoriamente) la espiral precios-dólar,
- b) el nuevo régimen de dólar fijo para importaciones y exportaciones fue relativamente efectivo porque se complementó con restricciones al retiro de efectivo de los bancos (100.000 australes diario sen cuenta corriente y efectivo y por cada vencimiento de plazo fijo). Esto tornó más dificultosa la especulación contra el austral.
- c) la reducción de las exigencias de encajes, que contribuyó a reducir el déficit cuasi fiscal por remuneración de encajes y pago de renta de títulos de deuda interna

Las medidas fundamentales del "Plan BB I" fueron:

- a) aumento de las retenciones a las exportaciones agropecuarias (hasta el 30%),
- b) incremento promedio de 500% en las tarifas públicas,
- c) devaluación del tipo de cambio nominal.
- d) reducción de tasas de interés,
- e) promesas de reformas estructurales (suspensión de promociones industriales, privatizaciones, pero sin desregulación de mercados, y anuncios de reforma tributaria).

Las dos primeras medidas trataban de reemplazar al impuesto inflacionario como fuente de financiamiento fiscal mientras que las restantes apuntaban a influir sobre las expectativas inflacionarias y la inflación inercial.

En materia de encajes remunerados se mantuvo el régimen anterior. Las altas tasas de interés siguieron ocasionando erogaciones cuasifiscales, y sólo se contaba con licitaciones diarias de CEDEP como instrumento de sintonía fina.

En agosto de 1989 se canjearon letras, certificados de deuda, CEDEP y los depósitos ajustables por dólar de exportación por un Bono de Consolidación (BOCON I), ajustable por inflación, con el que se reprogramaron vencimientos concentrados en corto plazo. Los pagos del nuevo bono serían con frecuencia trimestral, pero con cuatro meses de gracia. En septiembre de ese año se canjearon otros títulos, los TIFISO, por Bonos de Cancelación de Reembolsos a las Exportaciones (BOCREX II), ajustables por tipo de cambio libre.

Estas medidas no resolvían el problema del elevado y creciente stock de la deuda interna que en octubre alcanzaba, según estimaciones privadas al 10% del PBI. Un tercio de la misma eran títulos públicos, pero el resto era déficit cuasi fiscal devengado por remuneración de encajes. La pérdida de credibilidad ante el desequilibrio fiscal y la persistente acumulación de deuda interna seguía incentivando corridas hacia el dólar, las cuales generaron cierta alarma en el mes de noviembre de 1989.

Desde entonces era evidente el retorno al explosivo círculo vicioso observado en el primer semestre del año: aumento de la tasa de inflación- aumento de tasas de interés - aumento del déficit cuasi fiscal de caja- aumento de la emisión de dinero - aumento de la tasas de inflación. A esto cabe sumar el efecto Olivera--Tanzi y el feedback inflación-déficit fiscal-emisión de dinero y de nueva deuda, junto a la espiral inflación-tasa de interés-devaluación de la moneda local.

Mientras tanto, los rumores y movimientos de cartera hacia el dólar mostraban claramente que el tipo de cambio paralelo seguía siendo percibido como una suerte de indicador anticipado de la dinámica de la inflación.

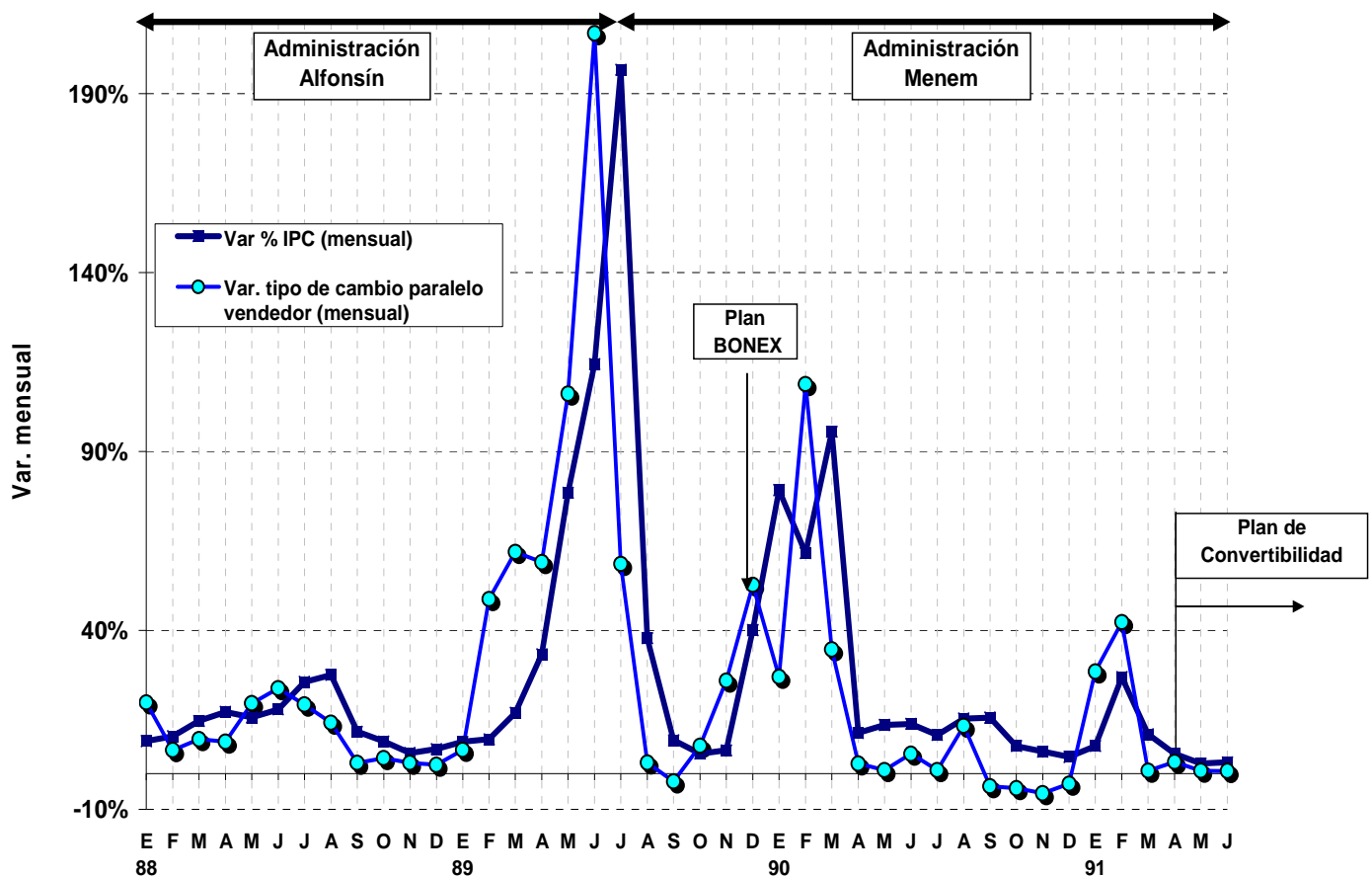
En diciembre de 1989 el B.C.R.A. estableció un indisponible sobre los depósitos a plazo fijo. El mismo fue liberado luego en dos tramos, los días 15 y 19 de diciembre por la iliquidez que enfrentaban



los bancos: los vencimientos de los depósitos se concentraban fuertemente en el cortísimo plazo: las colocaciones eran en su mayor parte a plazos de *apenas siete días*.

El arbitraje dólar-tasa de interés volvió a la orden del día en pocos días, y el alza de precios que acompañó a la corrida cambiaria obligó a las autoridades a aplicar nuevas medidas. Esta aceleración en un contexto de huida hacia el dólar ponía a la economía al borde de otra explosión hiperinflacionaria y frente a una creciente fragilidad del sistema financiero. Los bancos ya no contaban con suficiente liquidez, a pesar de que se les permitió adquirir BOCON y luego se efectuó el rescate anticipado de los mismos para tratar de evitar una desmonetización abrupta frente a la aceleración de la tasa de inflación mensual: 6,5% en noviembre y 40,1% en diciembre. Dicha aceleración creó a fin de año las condiciones para el sorpresivo Plan BONEX. Sin embargo, como muestra el Gráfico 5, no se logró controlar la inflación sino hasta abril de 1991 con el Plan de Convertibilidad.

**Gráfico 5: Inflación mensual (IPC) y variación del tipo de cambio nominal (mercado paralelo). Cotización vendedora en el mercado paralelo: australes por dólar y desde abril de 1991, pesos por U\$S**



Fuente: elaboración propia en base a datos de B.C.R.A., INDEC, Indicadores de Coyuntura y Carta Económica (Varios números).

### 9.b. Plan "BB II"

El 11 de diciembre el ministro Rapanelli anunció un paquete de medidas que imprudentemente se dejaron filtrar a los medios de prensa varios días antes:

- desdoblamiento del mercado oficial de cambios en dos: un tipo de cambio comercial fijo (previa devaluación del 50%) y uno financiero, con flotación sucia,



- b) *postergación por dos años del pago de los vencimientos de títulos de deuda pública, excepto BONEX, obteniendo el Estado una refinanciación de U\$S 950 millones por vencimientos en 1990 de títulos en australes y U\$S 1.300 millones por vencimientos de letras dolarizadas en 1989;*
- c) *emisión de un Bono de Inversión y Desarrollo, ajustable por dólar oficial;*
- d) *eliminación de las siguientes inmovilizaciones remuneradas:*
  - i. *Depósito a plazo Com. "A" 1241,*
  - ii. *Depósito especial Com "A" 1242,*
  - iii. *Depósitos indisponibles de las Com "A" 1292, "A" 1308, "A" 1324, y el depósito en función de los depósitos a plazo fijo, pases pasivos y aceptaciones del mes.*

La reprogramación de los vencimientos de los títulos públicos, un evento de default, provocó una corrida hacia el dólar. La consecuente suba de las tasas de interés complicó más la situación, dado que también se autorizó un aumento de las tarifas públicas del 40% (promedio) y corrieron rumores de repudio o punción de la deuda interna y de una confiscación de los depósitos en australes. A los cinco días de lanzado el plan el ministro Rapanelli debió renunciar.

### 9.c. El Plan Erman I

El nuevo ministro Erman González anunció el 19 de diciembre la liberación del tipo de cambio, de las tasas de interés y de los precios, la puesta en vigencia de nuevos impuestos y una baja a las retenciones sobre las exportaciones. Al no controlarse la situación fiscal ni la oferta monetaria, las altas tasas de interés y la distorsión de los precios relativos seguían siendo fuente de gran incertidumbre, de modo que continuaron los movimientos de cartera entre depósitos a plazo fijo **a siete días** y activos en moneda extranjera<sup>37</sup>.

Al concentrarse una importante masa de vencimientos de esos depósitos a plazo fijo el 27 de diciembre de 1989 (los bancos debían enfrentar el vencimiento de depósitos a plazo fijo por U\$S 1.500 millones, casi el 25% del total) en un contexto de creciente iliquidez. El B.C.R.A. no proveyó la liquidez requerida por los bancos y circularon rápidamente rumores de punción de la deuda interna.

## 10. El Plan BONEX (o "Plan Erman II")

### 10.a. La sorpresiva confiscación de depósitos

Cerca ya de la celebración del Año Nuevo 1990 se precipitó una corrida cambiaria frente a rumores de devaluación de la moneda, no devolución de depósitos, feriados bancarios y cambiarios, y de repudio de la deuda pública. El sábado 28 de diciembre de ese año el público aumentó rápidamente el volumen de compras preventivas de mercaderías para fin de año (y después), ante el temor de saqueos como los de fines de mayo de 1989, y un incipiente estallido social en los principales aglomerados urbanos. De esa forma se consumó el segundo golpe hiperinflacionario en menos de 6 meses: el IPC aumentó 40,07% en diciembre de 1989, 79,21% en enero de 1990, 61,57% en febrero de ese año y 95,53% en marzo de 1990.

La situación ya al borde de lo caótico, exigía medidas drásticas a efectos de evitar la reproducción del clima de inestabilidad económica e institucional del segundo trimestre de 1989. El Gobierno decretó feriado bancario y cambiario hasta el 2 de enero y el 30 de diciembre dio a conocer el llamado Plan Bonex. El anuncio del plan por las autoridades económicas fue precedido por un mensaje al país del entonces asesor del Presidente Menem, el Ingeniero Álvaro Alsogaray<sup>38</sup>. Las medidas anunciadas fueron básicamente las siguientes.

<sup>37</sup> Al haber fracasado así la estrategia del nuevo presidente del B.C.R.A., fue reemplazado por el economista Rodolfo Rossi.

<sup>38</sup> El Plan BONEX, finalmente forzó la caída de Rodolfo Rossi, que contaba con el respaldo de Álvaro Alsogaray. Sin embargo esta crisis marcó un nuevo "giro a la derecha" de la Administración Menem. Luego de terminado (con un rotundo fracaso) el ciclo de los ejecutivos de la multinacional Bunge y Born en el Gobierno, se observó un marcado giro hacia el otorgamiento de cargos públicos y espacios de poder en el Gobierno Nacional a figuras de la hoy desaparecida Unión del Centro Democrático (UCEDÉ) liderada por Alsogaray hasta el fin de la segunda presidencia de Menem (año 1999).



- a. Confiscación de los depósitos a plazo fijo en australes, permitiendo a las entidades financieras devolver *hasta* un millón de australes en efectivo, canjeándose el resto por Bonos Externos serie 1989 (de ahí que a estos anuncios se los llamó simplemente “Plan BONEX”). Los bancos tenían prohibido recibir y renovar depósitos a plazo fijo en australes y aceptaciones y pases pasivos con garantía en títulos públicos.
- b. Canje de los títulos de deuda interna reprogramados a dos años por BONEX serie 1989.
- c. Derogación de la exigencia de los activos financieros de las Com. “A” 1096, y “A” 1099, y los efectivos mínimos sobre los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera (Com. “A” 1493 y complementarias).
- d. Mantenimiento de un tipo de cambio libre y único.
- e. Anuncio de ajuste fiscal vía recorte de gastos, y venta de activos de empresas públicas.
- f. Prohibición temporaria de realizar nuevos depósitos a plazo fijo, en cajas de ahorro especial, y aceptaciones entre bancos.

La reducción del negocio bancario, limitado a los depósitos a la vista y en cajas de ahorro, implicó un ajuste en las entidades que se acentuó en el mes de marzo. Desde enero, sin embargo el Banco Central emitió para evitar la quiebra de entidades, efectivizar el pago de Órdenes de Pago Previsional vencida en el año anterior y comprar divisas. De todos modos las tasas de interés se mantuvieron relativamente altas, a lo cual contribuyó la reglamentación de los depósitos a plazo fijo ajustables a 90 días sobre fin de enero de 1990, y las demoras para autorizar el uso de los BONEX 89 para cancelación de deudas.

El Plan BONEX le permitió al gobierno relajar su restricción presupuestaria, pero los ahorristas sufrieron una pérdida real de riqueza agravada luego de la confiscación de los depósitos por la prohibición temporaria de la operatoria a plazo fijo. El contexto era muy desfavorable: desmonetización, aumento de la tasa de inflación, y también del tipo de cambio (especialmente después de enero de 1990). Si bien se evitó que los bancos se beneficiaran a costa de los ahorristas, fue el Estado el que se benefició a costa de los depositantes. Justamente, estos sufrieron una verdadera confiscación, dado que por las promesas de pago de BONEX (inicialmente los ahorristas no recibieron ni un certificado sobre dichos bonos), los bancos ofrecían comprar esos bonos todavía no emitidos, pagando el bajísimo valor de mercado de entonces. La pérdida de confianza resultante se reflejó en el mercado cambiario, a tal punto que a posteriori el gobierno debió cambiar dos veces de presidente del B.C.R.A. (entre enero y abril de ese año).

En realidad el canje por los depósitos indisponibles era voluntario, pero el B.C.R.A. no reconocía más el pago de renta alguna sobre los mismos (sólo repagaba el principal y sin indexación), y derogó los encajes remunerados. La percepción generalizada en el corto plazo fue que la medida del Gobierno implicaba la desaparición material de los activos originales (una verdadera confiscación a los derechos a los flujos de fondo que el B.C.R.A. se había obligado originariamente a restituir a las entidades). Además, las propias autoridades tampoco disponían de láminas para entregar a ahorristas, inversores y bancos de manera inmediata, de modo que la solución implicó una aguda crisis de liquidez (en los días de fin de año donde conocidas grandes firmas no pudieron pagar vacaciones y aguinaldos). Peor aún, el propio gobierno demoró no menos de 2 meses para emitir la normativa que permitiera utilizar los nuevos BONEX 1989 para cancelar deudas. La operatoria bancaria recién se normalizó plenamente a fines de marzo de 1990, y en los primeros cuatro meses de ese año se registraron dos cambios en la máxima conducción del B.C.R.A.

Los depositantes recibieron papeles impresos a manera de “certificados de propiedad” de Bonos Externos a lo largo del año. Las entidades financieras recibieron los BONEX '89 a cambio de los encajes remunerados y los títulos públicos recién en abril de 1990, pero el Estado debió emitir otros dos títulos alternativos: el Bono de Consolidación Económica (BOCE) a 2 años y el Bono de inversión y Crecimiento (BIC) a 10 años.



Algunos bancos sufrieron pérdidas por la falta de liquidez para la devolución de depósitos vencidos sobre fin de diciembre de 1989, pues no percibieron suficientes ingresos por remuneración de encajes. Frente a la estampida de tasas de interés, aceptar a cambio BONEX '89 (en realidad una promesa de un nuevo bono) no les resolvía nada frente a los vencimientos de pasivos a tasa variable. Como el Plan BONEX ahuyentó a los potenciales depositantes del sistema bancario, el BCRA debió compensarlos con la entrega de BIC. Similar decisión tuvo que tomar para las entidades que no podían cumplir con las exigencias de encajes. En ese caso el BCRA les había otorgado un préstamo en australes para constituirlos con BONEX, comprando con esos fondos los BONEX faltantes. Sin embargo al impedir el BCRA el uso de títulos anteriores a los BONEX para cancelar deudas, debió el BCRA ofrecer las siguientes opciones a esas entidades:

- a) aceptar los BONEX '89, renunciando a la renta perdida por los encajes remunerados, o
- b) canjear los BONEX '89 por BIC apostando a la suba para poder venderlos y liquidar esos préstamos.

La consecuencia directa fue el corte total del crédito bancario y la crisis de liquidez se extendió a la cadena de pagos del sector privado no financiero por unas 3-4 semanas

## 10.b. Beneficiarios y perjudicados por el “Plan”

### I. Beneficiarios:

#### 1. El B.C.R.A.

Eliminó una mecánica de emisión encubierta vía remuneración de encajes A moneda de hoy logró sustituir por BONEX aproximadamente unos **U\$S 7.500 millones** de encajes remunerados.

#### 2. La Secretaría de Hacienda

Eliminó un stock de títulos de deuda interna de renta variable, con renta indexada por tasa de inflación, que agravaba el aumento del déficit provocado por la inflación (“efecto Olivera-Tanzi”). Además, el Plan permitió aliviar el horizonte de vencimientos sobre un stock de deuda (a valores de hoy) de **U\$S 800 millones**

### II. Perjudicados:

#### 1. Los ahorristas

Sufrieron una confiscación de sus depósitos no compensada a posteriori, y perdieron el acceso a liquidez a 7, 15 o 30 días en un contexto de desmonetización y aumento de tasas de inflación y de tipo de cambio en diciembre de 1989 y enero de 1990. Las promesas de BONEX recibidas por los ahorristas eran adquiridas por los bancos a menos del 20% de su valor nominal de modo que los depositantes sufrieron, una pérdida de liquidez, con pérdidas patrimoniales de hasta el 80% en el corto plazo. El total de depósitos afectados por el canje compulsivo a valores de hoy, ha sido de unos **U\$S 2.800 millones**.

#### 2. Las entidades financieras

Se desprendieron de sus pasivos (depósitos) por saldos superiores al millón de australes, y adquirirían esos montos a menos del 20%, pero sólo lo podían hacer entidades con liquidez disponible. En ese contexto de altas tasas de interés, los bancos no podían captar depósitos, soportaban elevados encajes y soportaron el costo financiero y multas por las demoras del BCRA en proveer bonos y posteriormente BONEX para cancelar deudas con la autoridad monetaria. A valores de hoy, la pérdida por la no renovación de depósitos ha estado en torno de los **U\$S 1.100 millones** y por insuficiencia de caja, de otros **U\$S 600 millones**.

En definitiva, el costo de la eliminación del sistema de encajes remunerados lo pagaron los ahorristas y, en menor medida, las entidades financieras. *Parte de esa pérdida significó una transferencia al Estado, que además le sirvió para postergar un ajuste fiscal en serio. El objetivo directo*



fue el de reducir las necesidades financieras del Estado, y el instrumento elegido fue una exacción al sector privado, dado que si bien se alivió el perfil de pagos para el Estado, redujo la flexibilidad financiera del sector privado. Los artífices de este "Plan" siempre han sostenido que fue una estrategia de emergencia (la "única posible") para resolver una situación extrema. Sin embargo, también puede entenderse que se trató de una *premeditada artimaña aplicada en un momento que se consideró oportuno para postergar el necesario ajuste fiscal que pudiera asegurar una estabilidad permanente, y evitar la caída de entidades financieras*.<sup>39</sup> En definitiva, los costos los pagó el sector privado, y el "Plan" afectó negativamente a la credibilidad en el sistema financiero: los depósitos (y el crédito bancario) no lograron recuperarse sino hasta bastante después del lanzamiento del Plan de Convertibilidad (abril de 1991).

## 11. El escenario actual ¿justifica volver a utilizar este tipo de instrumentos?

La evidencia sobre la aplicación en Argentina de encajes legales remunerados por el Estado (a través del B.C.R.A.) muestra claramente que es un instrumento que a tasas de inflación relativamente altas torna altamente inestables los agregados monetarios.

En particular, la autoridad monetaria perdió el control de la base monetaria y del multiplicador de la misma, dado que los agregados monetarios terminaron siendo permanentemente endógenos a las expectativas de inflación y a la percepción de riesgo de los agentes privados. Esto significa inestabilidad de la demanda de dinero, y la consecuencia inevitable es la ineffectividad de los instrumentos convencionales de política monetaria para controlar (al menos) la inflación.

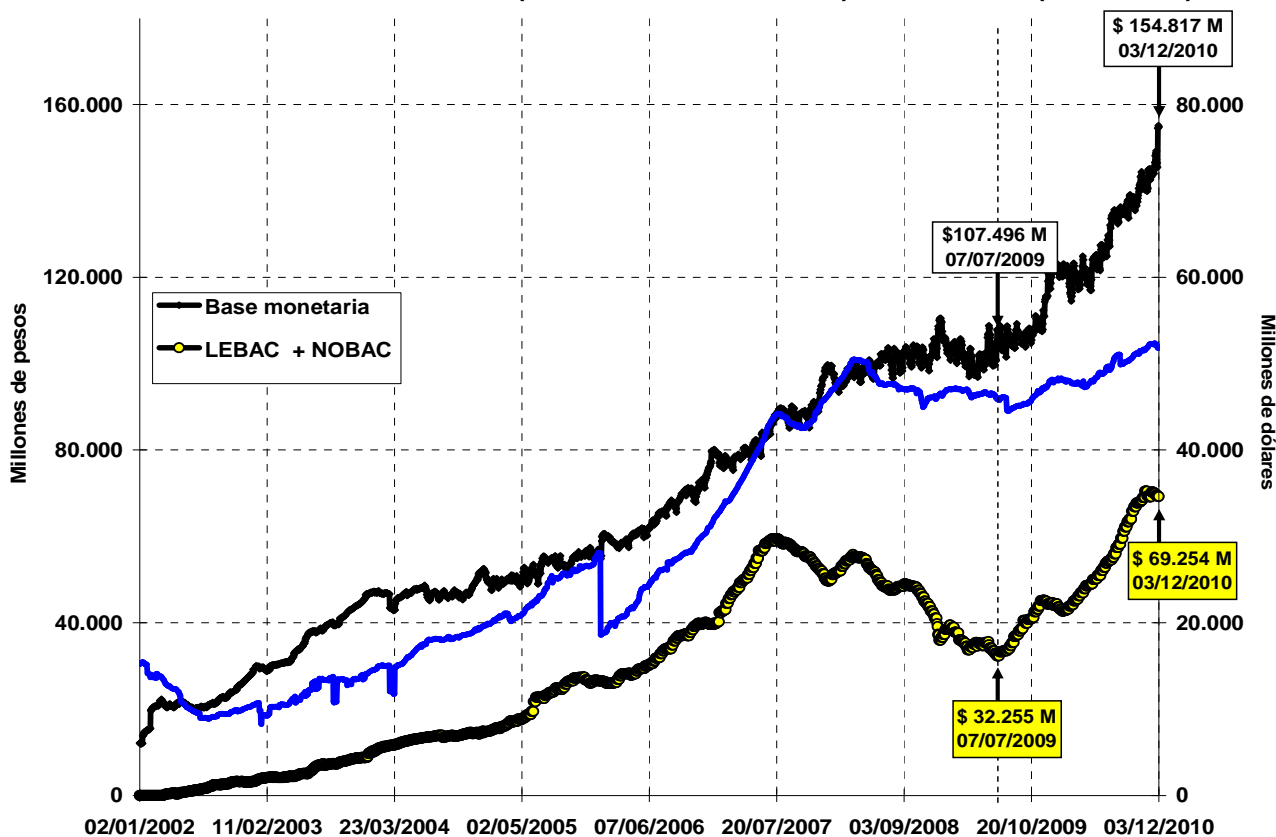
Ciertamente, dicha preocupación puede reaparecer cuando la autoridad monetaria vuelve a emitir pasivos remunerados como lo viene haciendo en la presente década. Si bien desde 2002 el B.C.R.A. inició la emisión de LEBACs y NOBACs para esterilizar la emisión de dinero para la compra de divisas, entre el 07/07/09 y el 03/12/10 se ha observado un fuerte crecimiento del stock de dichos pasivos y del financiamiento del gasto público con emisión monetaria: el incremento de la base monetaria fue de \$ 47.321 millones, de los cuales \$ 15.428 millones (nada menos que el 32,6%) financiar al Sector Público No Financiero. Ahora bien, mientras el tipo de cambio nominal aumentó apenas 4,6% en dicho período, las reservas internacionales aumentaron un 13,1% en dólares (18,3% en pesos), la base monetaria el 44%, y el stock de LEBAC + NOBAC un 114,7%. Si bien el objetivo de *minimizar la volatilidad cambiaria se ha cumplido, el crecimiento de la base monetaria presente (y de la base monetaria futura para pagar capital e intereses de LEBACs y NOBACs) no lucen nada compatibles con la estabilidad macroeconómica (ver Gráfico 6)*. Algunas relaciones entre activos y pasivos monetarios del B.C.R.A. justifican la citada preocupación:

- a) El coeficiente Base monetaria/reservas internacionales expresadas en pesos se incrementó en el citado período de 61,5% a 74,9% (12,9 puntos porcentuales).
- b) La relación (LEBAC + NOBAC) /reservas internacionales en pesos aumentó, a su vez, de 18,5% al 33,5% (15 puntos porcentuales).
- c) El cociente [Base monetaria+(LEBAC+NOBAC)]/reservas internacionales en pesos registró un significativo aumento de 80,0% al 108,4%.
- d) La relación (LEBAC + NOBAC)/base monetaria aumentó de 30,0% a 44,7% (14,7 puntos porcentuales).

<sup>39</sup> La evidencia de González y Sorensen (1990) muestra que durante la hiperinflación la banca privada poseía un mayor grado de inmovilizaciones forzosas remuneradas que la banca oficial. Por consiguiente, el costo del Plan BONEX para el sistema financiero, tampoco fue soportado simétricamente entre bancos públicos y privados.

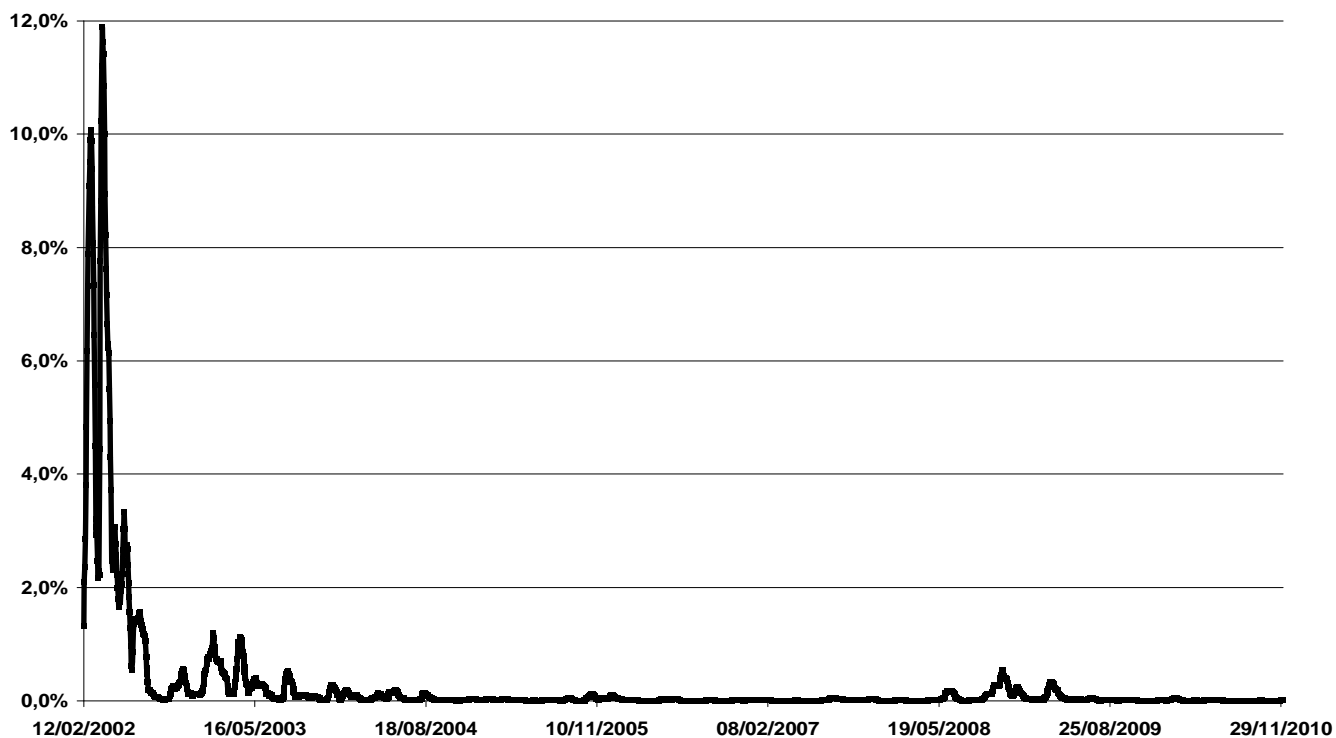


Gráfico 6: Evolución diaria de base monetaria, LEBAC y NOBAC (en millones de pesos) y de reservas internacionales (en millones de dólares) del B.C.R.A. (2002-2010)



Fuente: Banco Central de la República Argentina

Gráfico 7: Varianza del tipo de cambio (pesos por dólar) mayorista. (muestra móvil de 22 observaciones)



Fuente: Banco Central de la República Argentina



En la medida que la prioridad de las autoridades sea la de minimizar la volatilidad cambiaria (objetivo logrado con creces en la presente década, como lo muestra el Gráfico 7), es claro que la esterilización de la expansión de la base monetaria vía deuda del Tesoro aparece como una alternativa razonable frente a la emisión de deuda onerosa del Banco Central. La reducción neta de dicho stock ciertamente se torna dificultosa cuando aumenta persistentemente el stock de reservas internacionales, y sin un programa de estabilización de precios, y las autoridades simplemente convalidan el “atraso” del tipo de cambio real (al menos respecto del dólar estadounidense) cuando persigue preservar un tipo de cambio *nominal* muy poco flexible<sup>40</sup>. Dado este contexto, la experiencia revisada en este trabajo muestra con total claridad, y sin necesidad de recurrir a complejos modelos macroeconómicos, que reinstaurar encajes remunerados con emisión monetaria es una propuesta inconsistente con la estabilidad del nivel general de precios y con una baja de las tasas de interés activas.

La experiencia analizada en este trabajo también permite observar que en los años de alta inflación las entidades debían constituir depósitos indisponibles en deuda a ser cancelada por el B.C.R.A. Una alternativa, supuestamente intencionada a incrementar la liquidez en el sistema financiero, podría ser la de sustituir los actuales encajes por indisponibles constituidos en LEBACs y NOBACs. No habría diferencia alguna con los indisponibles de los años '80. Peor aún, para que las entidades no aumenten el spread, deberían pagar renta variable, y ajustada por la inflación. En ese caso, lo mejor que se podría esperar es que no aumente el spread de las tasas, pero los resultados serían los mismos que en los '80: el B.C.R.A. perdería el efectivo control de los agregados monetarios y sería un mecanismo que tornaría cada vez más inestable la demanda de dinero a medida que se acelera la inflación y se profundice el incentivo a sustituir activos en moneda local por moneda extranjera como reserva de valor. Esto es por demás evidente cuando se observa una probable acumulación de pagos concentrados en el corto plazo de deuda del B.C.R.A., que signifique una emisión de dinero primario incompatible con metas de estabilidad de la inflación, de las tasas de interés o del nivel del tipo de cambio real (más bien que el nominal). Lo que subyace es la inexistencia de un programa macroeconómico claramente definido, y sin el mismo, atar la política monetaria sólo a la volatilidad del tipo de cambio nominal equivale a renunciar a todo uso de dicha política para controlar la inflación. En ese contexto, la acumulación de pasivos onerosos del Banco Central puede anticipar futuros saltos en la tasa de inflación, pero su sustitución por deuda onerosa colocada compulsivamente a las entidades en los mercados voluntarios bajo la forma de integración de encajes legales (cualquiera sea su nombre), no resuelve nada. Simplemente es la fuente de más problemas para la autoridad monetaria.

## 12. Conclusiones

Este trabajo ha caracterizado la naturaleza y consecuencias de remunerar los encajes legales constituidos por las entidades financieras. Si se intenta controlar la oferta monetaria alterando las exigencias de encajes, el pago de compensaciones a las entidades podría evitar que aumente el costo del crédito.

Las modalidades adoptadas en el caso argentino han sido variadas: un mecanismo de cargos y compensaciones (Cuenta de Regulación Monetaria), encajes legales remunerados y afectación de la integración encajes a la compra de deuda pública. En todos los casos se trata de evitar un fuerte aumento de las tasas de interés activas, pero torna endógena a la oferta monetaria, especialmente cuando se aceleran la inflación y la sustitución de moneda local por activos en moneda extranjera.

En este trabajo, la revisión de la evidencia sobre la remuneración de encajes por parte del Banco Central de la República Argentina (tanto de la Cuenta de Regulación Monetaria como de sus sustitutos hasta el Plan BONEX) muestra claramente que dicha experiencia ha sido un fracaso absoluto. No desalentó la suba de la tasa de interés, generó saldos a favor de las entidades que debieron saldarse vía emisión monetaria, coadyuvó (y acentuó) el crónico subdesarrollo del crédito bancario como

<sup>40</sup> Sobre este punto, ver Massot (2010).



principal vía de intermediación de los ahorros de la sociedad, y se convirtió en un factor autónomo de debilitamiento de los márgenes de maniobra de la autoridad monetaria. El resultado negativo para el Estado (déficit cuasi fiscal del Banco Central) y su monetización generaron expectativas de mayor inflación. Por un lado era una fuente de inestabilidad y de pérdida de control monetario, pero al mismo tiempo era una fuente de financiamiento prácticamente gratis (vía impuesto inflacionario) del gasto del sector público no financiero. De ahí, probablemente se explique la renuencia en abandonar este instrumento por parte de quienes condujeron la política económica de nuestro país entre marzo de 1985 y diciembre de 1989.

Cuando la inflación efectivamente comienza a acelerarse, el mecanismo de remuneración a las entidades debe estar atado a algún mecanismo de indexación, o pagar tasas variables, para evitar que aumente la fragilidad del sistema financiero. Sin embargo, ello puede transformarse en un mecanismo de aceleración del ciclo inflación-emisión monetaria-inflación, y llegar a anular la capacidad de las autoridades para controlar los agregados monetarios. Eso fue, lo que efectivamente ocurrió en 1989: a mayor aceleración inflacionaria y mayores expectativas de inflación, la huida del dinero hacia otros activos. Intuitivamente la explicación es simple: la desmonetización subyacente reducía la oferta real de dinero, igualándose oferta y demanda de dinero en el tramo en que esta última era elástica respecto de la tasa de inflación. Bajo tal condición, se la emisión de dinero puede no ser necesariamente suficiente para financiar los desequilibrios fiscales.

La aceleración inflacionaria de 1988-89 muestra claramente que ello no sólo es factible, sino que puede forzar a mecanismos drásticos y costosos para detener dicha dinámica, como el Plan BONEX de fin de diciembre de 1989. La experiencia aquí revisada muestra que recién frente a una situación extrema las autoridades comprendieron la necesidad de abandonar el sistema de encajes remunerados.

La opción elegida fue un canje compulsivo de depósitos por deuda pública (BONEX serie 1989). En el corto plazo logró detener la acumulación permanente de deuda pública interna, y los costos cuasifiscales (e inflacionarios) directos del sistema de encajes remunerados, además de recuperar el control de los agregados monetarios. El costo directo estuvo dado por una pérdida para el sector privado, soportada por los ahorristas (en mayor medida) y por el sistema bancario. En el mediano-largo plazo, prevaleció la desconfianza generalizada (por la punción de deuda y la crisis de liquidez de corto plazo que significó el citado "Plan"), dado que no se logró eliminar la tendencia a la dolarización de carteras. Esta última, al igual que la inflación se logró empezar a controlar recién un año después, con el "Plan" de Convertibilidad de abril de 1991.

El análisis de la Cuenta de Regulación Monetaria permitió observar, además, que la remuneración de encajes es un tentador instrumento para recaudar impuesto inflacionario, sobre todo por parte de gobiernos fiscalmente indisciplinados. Cabe preguntarse entonces si quienes han sugerido retornar a la práctica de remunerar encajes, no están en realidad proponiendo mayor inflación para licuar los pasivos de algún agente o sector de dudosa solvencia. También cabría preguntarse (y preguntarles) si tienen real conciencia de los elevados costos y mínimos beneficios asociados a iniciativas de ese tipo.

Ciertamente, la presente evolución de la deuda remunerada del B.C.R.A. está exhibiendo una dinámica que difícilmente pueda percibirse como sostenible en el largo plazo. Aun así, la evaluación de este trabajo muestra que en contextos inflacionarios como el actual, sustituir la emisión de deuda remunerada (LEBAC y NOBAC), para esterilizar la emisión de dinero asociada a la compra de divisas de los exportadores, por encajes remunerados simplemente reduciría la capacidad del B.C.R.A. para controlar los agregados monetarios. Si de algo sirve el seguimiento de esta experiencia histórica, es para evaluar con cuidado recomendaciones poco prudentes, y algo a la ligera, a favor de la reinstauración en Argentina de un sistema de encajes fraccionarios remunerados con emisión monetaria.





## Apéndice I

### Texto de la Ley 21.572 (Cuenta de Regulación Monetaria)

- Art. 1º: Créase una Cuenta de Regulación Monetaria que será administrada por el Banco Central de la República Argentina por cuenta del Gobierno Nacional y figurará en el balance de esa institución.
- Art. 2º: Los recursos de la Cuenta de Regulación Monetaria provendrán de las siguientes fuentes:
- a) Los cargos que tributarán las entidades financieras comprendidas en la Ley 21.526 por el uso de la capacidad prestable de los depósitos y demás obligaciones a la vista que determine el Banco Central de la República Argentina, con los alcances y proporciones que éste establezca.
  - b) Fondos que provengan de la aplicación del cargo punitivo y sanciones que aplique el Banco Central a las entidades financieras según las previsiones del artículo 4 de la presente Ley.
  - c) Los adelantos que realice el Banco Central de la República Argentina para cubrir los saldos deudores de la Cuenta de Regulación Monetaria.
- Art. 3º: Las disponibilidades de la Cuenta de Regulación Monetaria se destinarán a dar una compensación a las entidades comprendidas en la Ley 21.526 por el efectivo mínimo que mantengan respecto a los depósitos y demás obligaciones a plazo conforme al alcance y requisitos que fije el Banco Central de la República Argentina.
- Art. 4º: Las instituciones financieras que no ingresen a tiempo los cargos que determine el Banco Central de la República Argentina en virtud de la facultad conferida en el artículo 2 abonarán el cargo punitivo que esa institución determine y que podrá alcanzar hasta 5 veces la tasa máxima de redescuento, sin perjuicio de la aplicación de las restantes sanciones previstas por el artículo 6º de la Ley 21.526 que pudieran corresponderle.
- Art. 5º: Los saldos acreedores que registre la Cuenta de Regulación Monetaria se mantendrán disponibles para el Gobierno Nacional y devengarán intereses a su favor. El Banco Central de la República Argentina proveerá los recursos necesarios para cubrir los saldos deudores de la Cuenta de Regulación Monetaria, por los cuales no percibirá intereses. Estos adelantos de fondos no se imputarán a los topes de endeudamiento del Gobierno Nacional con el Banco Central de la República Argentina de acuerdo a las previsiones de los artículos 29 y 51 de la Ley 20.539 y sus modificaciones.
- Art. 6º: La presente ley comenzará a regir en la fecha de aplicación de la ley 21.495 sobre descentralización de fondos de las entidades financieras.
- Art. 7º: De forma.



## Apéndice II

### Bitácora de un período turbulento: 1981-83

#### Año 1981:

Decreto 377 (04/06/81): Con respecto a los préstamos financieros en moneda extranjera negociados por el sector privado en el mercado de cambios desde el 01/01/81, con vencimiento entre el 29/05/81 y el 31/12/81, el B.C.R.A. pasó a reconocer por este Decreto las diferencias de tipo de cambio existente entre el 29/05/81 y el 02/06/81. Por la Com. "A" 33 del 10/06/81, el crédito a favor del cliente se mantuvo indisponible hasta el vencimiento de la operación beneficiaria. Claramente, es este Decreto el que inició la nacionalización de pasivos privados<sup>41</sup>.

Com. "A" 31 (05/06/81): Se instrumentaron seguros de cambio para préstamos financieros concertados, o renovados desde entonces a plazos no inferiores a 549 días. En esos contratos el precio (oficial) de la moneda extranjera se indexaba para los primeros 180 días por una tasa fijada por el B.C.R.A. y para el restante período hasta el vencimiento por el nivel de precios mayoristas (Com. CAMEX 1-2 del 05/06/81). El régimen tuvo vigencia hasta el 24/12/81 (Com. "A" 84).

Com. "A" 36 (17/06/81): luego de los primeros 180 días de vigencia el seguro de cambio se indexaría a partir de la variación de los precios mayoristas locales y de Estados Unidos.

Com. "A" 44 (03/07/81): permitió que el reajuste podía hacerse también en base a la diferencia entre la tasa de variación del índice de ajuste financiero de la circular RF 1050, y la LIBOR a 180 días<sup>42</sup>. La aplicación de esta alternativa es la que permitió instrumentar una millonaria licuación de pasivos financiada por el Banco Central.

Com "A" 54 (14/08/81): permitió aplicar la normativa de seguros de cambio a los vencimientos de préstamos ingresados al mercado de cambios antes del 22/06/81.

Com "A" 61" (24/09/81): autorizó la aplicación de seguros de cambio al 50% de los préstamos financieros vigentes al 30/06/81, ingresados hasta el 19/06/81, con vencimiento hasta el 31/12/83, y que a la fecha de vencimiento fueran prorrogados por un plazo mínimo de 540 días y un máximo de 3 años

Estas regulaciones se emitieron para que el B.C.R.A. garantizara deuda privada por US\$ 5.100 millones hasta diciembre de 1981<sup>43</sup>. Al instrumentarse devaluaciones de la moneda que más que duplicaron el tipo de cambio real, la deuda del sector privado se redujo sustancialmente gracias a las ganancias de capital sobre los contratos con seguro de cambio, a expensas del Banco Central. Resultado cuasifiscal del B.C.R.A.: negativo (déficit cuasifiscal "externo").

Ley 22.510: promulgada el 3 de noviembre de 1981. Establecía un programa de refinanciación a 7 años (con 3 de gracia) del 50% de los pasivos bancarios de empresas de la industria manufacturera y el 40% de los pasivos bancarios de firmas de otros sectores. La adhesión al régimen era obligatoria para los bancos oficiales, y optativo para las entidades privadas. Una vez que una entidad se adhería al mismo, debía aceptar la refinanciación de pasivos bancarios de cualquier cliente que lo solicitara.

30 de noviembre de 1981: el BCRA. creó tasas de referencia para regular tasas activas en pesos, montos tope para depósitos indexados por precios mayoristas y plazos para depósitos ajustables y no ajustables(Com. RF 1.466)., y la tasa de referencia para créditos (Com. B 176). Las regulaciones en base a tasas de referencia quedaron sin efecto con la Circular RF 1482 del 29/01/82.

Com. "A" 72: diferenció las tasas de compensación de la Cuenta de Regulación Monetaria, para desalentar los depósitos a menos de 30 días.

Com "A" 73: limitó las ventas de dólares a US\$ 1.000 por día y por persona.

Com "A" 74: restableció el mercado de cambios a término a tasa libre, y a plazos no superiores a 180 días

<sup>41</sup> Ver Videla, L. (1999), (cit. en De Pablo (2005)).

<sup>42</sup> Según Lagos (1982), este fue el inicio de la efectiva licuación de pasivos asociada a esta mecánica, siendo financiada en última instancia por el B.C.R.A.

<sup>43</sup> Ver Rodríguez, C. (1990).



- Com "A" 75: permitió continuar con el régimen de swaps cambiarios a 180 días a una tasa fija (5% mensual)
- Com. "A" 76": amplió el régimen de seguros de cambio a los intereses, aun cuando el capital no pudiera beneficiarse con dicho régimen de swaps.
- Com. "A" 84 (24/12/81): unificó el mercado oficial de cambios, liberó el mercado cambiario, amplió la compra de dólares a US\$ 20.000 por persona por día, y eliminó los seguros de cambio y swaps cambiarios, al derogar las comunicaciones "A" 31, 36, 44, 54, 61, 75, 76, y "B" 186.

## **Año 1982:**

### **Julio**

Com "A" 136 del B.C.R.A. (05/07/82): estableció un régimen transitorio de seguros de cambio a 180 días con una tasa fijada diariamente por el B.C.R.A.

Com. "A" 137 del B.C.R.A. (05/07/82): reintroduce seguros de cambio ofreciéndose la renovación de los contratos originados en 1981 negociados hasta el 06//07/82, y cercanos a su vencimiento, siempre que el término de la obligación externa se extendiera entre un mínimo de un año y un máximo de 5 años, a los cuales al tipo de cambio del contrato de le aplicaba la variación de precios mayoristas local deducida la inflación de los precios mayoristas de Estados Unidos. La tasa resultante pasaba a ser ajustada con una bonificación de 1,25% por trimestre vencido (el procedimiento fue regulado por la Com. "A" 198 de agosto de 1982. Los mismos términos se ofrecieron para el resto de préstamos privados pendientes al 6 de julio.

Resultado: pérdida cuasifiscal del B.C.R.A por el pago de las diferencias de precios acumuladas hasta entonces en todos los contratos de seguro de cambio renegociados. Los efectos monetarios al determinarse que las ganancias debidas a las compensaciones de los contratos con seguro de cambio hubieran sido invertidas en un bono de Absorción Monetaria o sean usadas para cancelar líneas de créditos subsidiados. De acuerdo a Rodríguez (1990), la deuda privada cubierta por seguros de cambio ofrecido por las autoridades ascendía a fines de 1982 a no menos de US\$ 10.000 millones.

Com. "A" 141: implantó un encaje de 100% a los depósitos en pesos, eliminando dicha obligación para los depósitos nominativos intransferibles a 90 días y más.

Com "A" 143: dispuso que los saldos de préstamos hipotecarios para vivienda como porcentaje de la cartera total de créditos no debía superar la relación existente al 30 de junio de 1982.

Com "A" 144; eliminó los préstamos entre instituciones financieras, y se creó una línea especial de préstamos para atender las necesidades financieras vinculadas con la cancelación de las obligaciones con el exterior, pero 21 días después dicha medida fue dejada sin efecto.

Com "A" 169: encaje de 100% para todos los depósitos de los bancos hipotecarios y de inversión y de las entidades financieras no bancarias en los bancos comerciales.

La Memoria del propio B.C.R.A. de 1982 reconoció que al establecer encaje de 10% sobre depósitos regulados, la Cuenta de Regulación Monetaria pasó a compensar la totalidad de los intereses que el sistema financiero abonaba por los depósitos. El resultado cuasifiscal negativo aumentó en términos devengados por el financiamiento del B.C.R.A al sector público, y los subsidios al sector privado al cobrar tasas inferiores a las tasas medias de depósitos. A esto se sumó la desaparición del cobro del cargo sobre el encaje técnico de los depósitos en cuenta corriente al elevarse los encajes, lo cual ha sido un subsidio implícito al sistema financiero<sup>44</sup>. Las entidades financieras se beneficiaron de un préstamo básico a tasa subsidiada para cancelar las deudas al 30 de junio de 1982, y un préstamo adicional.

Com "A" 162: permitió a los deudores locales pagar importaciones en caso de que simultáneamente ingresaran un préstamo externo bajo la forma de operación de pase, por un importe en moneda extranjera no inferior al del pago al exterior.

Com. "A" 185: autoriza la concesión de préstamos ajustados por un "índice de actualización" para tasas activas.

<sup>44</sup> Ver Piekarz (1984) y De Pablo (2005), pág. 59.



## Agosto

Com. "A" 200: modificó la Com. "A" 144 para reducir el pago de deudas hipotecarias para vivienda.

## Septiembre

Com "A" 229: posibilitó realizar operaciones de seguros de cambio sobre el capital de los préstamos y sobre los intereses.

Entre diciembre de 1982 y 1983 se acumularon vencimientos por US\$ 5.100 M en seguros de cambio de gestiones anteriores, y por sus condiciones debía vender dólares a \$ 5.000 por unidad, cuando en diciembre de 1982 el tipo de cambio oficial era de \$ 46.000, y el paralelo de \$65.000<sup>45</sup>. El B.C.R.A. carecía de divisas para pagar la diferencia, de modo que quedaban tres opciones: a) endeudamiento en el exterior para cancelar los pasivos abonando dólares (inviabile, a meses de la Guerra de Malvinas, y con permanente negociación de préstamos con el FMI), b) emisión de pesos (opción riesgosa, pues hubiera significado un aumento súbito de la oferta monetaria en un 75%), y c) estiramiento de los plazos de pago (fue la opción elegida).

## Octubre

Las autoridades invitaron a los tomadores de seguros de cambio que no hayan optado por la renovación de esos contratos, a traspasar su deuda al gobierno hasta el 22 de octubre de 1982.

## Noviembre

Com "A" 251 (12/11/82): dispuso que el B.C.R.A. atendiera obligaciones de los seguros de cambio cuyos titulares no hubieran presentado solicitud de prórroga hasta el 22/10/82, por cuenta del gobierno nacional, previo pago del importe en pesos correspondiente. La instrumentación podía realizarse mediante entrega a los acreedores externos de Obligaciones (Promissory Notes) del Gobierno Nacional, en dólares estadounidenses, a al orden del acreedor, transferibles sólo en el exterior por cesión entre bancos, o Bonos Nominativos en Dólares (BONODS) emitidos en dólares estadounidenses.

Decreto 1334 (26/11/82): autorizó al B.C.R.A. a emitir los BONODS (pagaban tasa LIBOR a 180 días y amortizaban en 4 cuotas iguales, la primera a 42 meses de la fecha de emisión) para las obligaciones de deudores que contrataron seguros de cambio bajo las com. "A" 31, 54, 61 y 76-81.

Decreto 1335 (26/11/82): autorizó al B.C.R.A. a emitir un Bono de Absorción Monetaria a entregar a deudores que concertaron seguros de cambio, para renovar dichas operaciones.

Decreto 1336 (26/11/82): autorizó al B.C.R.A. a emitir deuda en dólares para cancelar obligaciones de seguros de cambio.

## 1983:

### Enero

Com. "A" 278 (26/01/83): especificó las condiciones de emisión del Bono de Absorción Monetaria, de las Obligaciones en Dólares estadounidenses y de los BONOD.

### Marzo

Com "A" 298: creó los depósitos a plazo fijo en pesos nominativos intransferibles ajustables con cláusula dólar estadounidense. Estaban sujetos a un encaje del 100% remunerados por la misma tasa de interés que los bancos comerciales pagaban a los depositantes.

### Octubre

Com. "A" 399: habilitó a las entidades financiera autorizadas a operar en la intermediación financiera entre terceros residentes en el país (mercado de "aceptaciones") por operaciones no inferiores a 2,5 millones de pesos argentinos (US\$ 100.000 al tipo de cambio paralelo de entonces), con 0% de exigencias de efectivo mínimo, sin garantía, por hasta 7% de los depósitos de cada entidad y a operaciones por no más de 90 días.

<sup>45</sup> Si a esa suma se agregaban los US\$ 3.500 millones contratados en 1982, el total representaba el 70% de la deuda externa privada (ver García y Junco (1987)).



## Anexo estadístico

## Cuadro 1.

Inflación mensual (Índice de Precios al Consumidor), y variación del tipo de cambio nominal y real en Argentina (ajustado por IPC) (enero 1988-junio de 1991)

Período	Var % IPC (mensual)	Var. tipo de cambio paralelo vendedor (mensual)	Var implícita tipo de cambio real
<b>E 88</b>	9,09%	19,89%	9,9%
<b>F</b>	10,42%	6,58%	-3,5%
<b>M</b>	14,76%	9,60%	-4,5%
<b>A</b>	17,23%	8,92%	-7,1%
<b>M</b>	15,71%	19,65%	3,4%
<b>J</b>	17,97%	23,85%	5,0%
<b>J</b>	25,65%	19,29%	-5,1%
<b>A</b>	27,62%	14,22%	-10,5%
<b>S</b>	11,70%	2,98%	-7,8%
<b>O</b>	8,99%	4,32%	-4,3%
<b>N</b>	5,71%	3,00%	-2,6%
<b>D</b>	6,85%	2,43%	-4,1%
<b>E 89</b>	8,92%	6,64%	-2,1%
<b>F</b>	<b>9,59%</b>	<b>48,73%</b>	<b>35,7%</b>
<b>M</b>	<b>17,01%</b>	<b>61,92%</b>	<b>38,4%</b>
<b>A</b>	<b>33,37%</b>	<b>59,07%</b>	<b>19,3%</b>
<b>M</b>	<b>78,47%</b>	<b>106,15%</b>	<b>15,5%</b>
<b>J</b>	<b>114,47%</b>	<b>206,82%</b>	<b>43,1%</b>
<b>J</b>	196,63%	58,60%	<b>-46,5%</b>
<b>A</b>	37,86%	3,06%	<b>-25,2%</b>
<b>S</b>	9,36%	-2,20%	<b>-10,6%</b>
<b>O</b>	5,60%	7,77%	2,1%
<b>N</b>	<b>6,52%</b>	<b>25,97%</b>	<b>18,3%</b>
<b>D</b>	<b>40,07%</b>	<b>52,78%</b>	<b>9,1%</b>
<b>E 90</b>	79,21%	27,03%	<b>-29,1%</b>
<b>F</b>	61,57%	108,81%	29,2%
<b>M</b>	95,53%	34,67%	<b>-31,1%</b>
<b>A</b>	11,37%	2,82%	-7,7%
<b>M</b>	13,61%	0,94%	-11,1%
<b>J</b>	13,90%	5,53%	-7,3%
<b>J</b>	10,83%	0,98%	-8,9%
<b>A</b>	15,34%	13,33%	-1,7%
<b>S</b>	15,68%	-3,54%	-16,6%
<b>O</b>	7,69%	-4,07%	-10,9%
<b>N</b>	6,18%	-5,47%	-11,0%
<b>D</b>	4,68%	-2,82%	-7,2%
<b>E 91</b>	<b>7,70%</b>	<b>28,51%</b>	<b>19,3%</b>
<b>F</b>	<b>26,99%</b>	<b>42,34%</b>	<b>12,1%</b>
<b>M</b>	11,04%	0,81%	<b>-9,2%</b>
<b>A</b>	5,51%	3,31%	<b>-2,1%</b>
<b>M</b>	2,80%	0,85%	<b>-1,9%</b>
<b>J</b>	3,12%	0,73%	<b>-2,3%</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de B.C.R.A., INDEC Carta Económica, Indicadores de Coyuntural, El Cronista Comercial y Ambito Financiero.

**Cuadro 2: Inflación y controles de precios (junio de 1985-abril de 1989)**

Período	Sistema de control de precios	IPC Var. % prom mensual
14/06/85 al 14/05/86	Período del Plan Austral Precios congelados salvo expresas autorizaciones de la Secretaría de Comercio Interior. Precios máximos para productos de la canasta familiar.	<b>5,8%</b>
14/05/86 al 29/08/86	Precios administrados con precios máximos para productos de canasta familiar. Entre abril y agosto de 1986 se redujo en dos ocasiones la lista de productos con precios máximos.	
29/08/86 al 24/02/87	Pautas oficiales preestablecidas de traslado de incrementos de costos a precios. Precios máximos para productos de la canasta familiar. El 31/01/87 la Res. 43 de la Sec. de Comercio Interior (SCI) autorizó un incremento de hasta 3%.	<b>8,3%</b>
25/02/87 al 10/05/87	Precios y márgenes de comercialización congelados, excepto para los productos de origen agropecuario. Los precios de frutas y hortalizas quedaron sometidos a un régimen especial de control vía precios "orientativos".	
11/05/87 al 13/10/87	Precios con pautas oficiales de traslado de incrementos de costos a precios con tasas de incremento crecientes ( 2% en mayo de 1987 hasta 9% en septiembre de 1987). Entre el 30/10/87 y 09/10/87 se liberaron los precios de numerosos productos.	
14/10/87 al 31/12/87	Congelamiento de precios de listas legalmente vigentes, aunque no necesariamente los efectivamente facturados por las empresas. Excepciones (liberados): cigarrillos, yerba mate, tarifas de espacios publicitarios en radio y televisión, adornos, fantasía y libros, salvo los textos primarios y secundarios cuyos precios fueron congelados.	
01/01/88 al 15/04/88	Descongelamiento (suba del 4% s/Res. 791 SCI) con precios administrados excepto los de consumo masivo (congelados) y liberación gradual del precio de café, yerba mate, arroz, medicamentos y bebidas alcohólicas. El 01/03/88 la Res. 65 estableció una pauta del 9% para el mes de marzo, excluyendo medicamentos, artículos con precios máximos, productos con precios liberados y libros de texto. El 08/04/88 la Res. 122 SCI estableció un régimen de autorización previa para incrementos en precios de un determinado conjunto de empresas. Se mantuvieron precios máximos para medicamentos y algunos productos.	<b>15,8%</b>
16/04/88 al 02/08/88	Liberación de precios , excepto: a) artículos que quedaron bajo un régimen de precios administrados: medicamentos y sus envases, hilados de algodón y lana, pasta de papel, celulosa, resinas industriales, productos químicos básicos, cemento, petroquímicos, hierro y acero. b) 12 artículos de la canasta familiar quedaron congelados, pero luego sus precios fueron liberados.	
02/08/88 al 22/02/89 <b>Plan "Primavera"</b>	Congelamiento al 2 de agosto de los precios liberados en julio, acordado con la Unión Industrial Argentina (UIA) y la Cámara Argentina de Comercio (CAC). A partir del 15 de agosto se autorizó un incremento de 1,5% hasta fin de mes, y no más de 3,45% adicional hasta septiembre, o bien un 5% acumulado a fin de mes. Las tarifas públicas se incrementaron un 30% en agosto y luego fueron congeladas. Los salarios se mantuvieron ajustados según paritarias, pero sin topes para la suba. En agosto se autorizó un incremento por única vez de los salarios de empleados estatales del 25%. Se formó un Comité de Seguimiento de Precios integrado por miembros del Gobierno, la UIA y la CAC.	<b>11,3%</b>
23/02/89 al 30/04/89 <b>Hacia la hiperinflación</b>	La Res. 35 SCI pasó a indexar los ajustes de precios "administrados" atándolos a las subas de tarifas públicas. Progresiva liberación de precios y crecientes desvíos de precios observados respecto de las "pautas" oficiales hasta el congelamiento del 02/05/89 (congelamiento de precios, salvo carne, pescado, cereales y productos frutihortícolas) que sólo duró 2 semanas.	<b>25,2%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, Carta Económica, diarios de la época, FIEL (1990) e Indicadores de Coyuntura (varios números).



## Referencias

### I. Referencias bibliográficas

- Arnaudo, Aldo A. (1987):** *Cincuenta Años de Política Financiera Argentina (1934-1983)*. Editorial El Ateneo. Buenos Aires.
- Arriazu, Ricardo, Alfredo Leone y Ricardo H. López Murphy (1988):** "Políticas Macroeconómicas y Endeudamiento Privado. Aspectos Empíricos", en *Deuda Interna y Estabilidad Financiera., vol II: Estudios de Casos. Ed. por Carlos Massad y Roberto Zahler*. Grupo Editor Latinoamericano S.R.L. Buenos Aires, pp.211-339.
- Artana, Daniel, Oscar Libonatti, y Carlos Rivas (1990):** "Algunas Consideraciones sobre el Endeudamiento y la Solvencia del Sector Público Argentino". *Documento de Trabajo N° 26*. Fundación de Investigaciones Latinoamericanas (FIEL). Buenos Aires.
- Broda, Miguel A. y Rodolfo Santángelo (1988):** "La Endogeneidad del Déficit cuasi fiscal". *Terceras Jornadas Anuales de Economía*. Banco Central del Uruguay.
- Canavese, Alfredo J. y Daniel Heymann (1995):** "La Trampa de Alta Inflación y los Rezagos Fiscales", en *Instituto Torcuato Di Tella (1996): Documentos de Investigación*. Buenos Aires, 83-94. Versión previa en *Quarterly Journal of Economics and Finance*, 32 (2), (1992), 100-109.
- Cavallo, Domingo F. (1977):** *Stagflationary Effects of Monetarist Stabilization Policies*. Ph. D. in Economics Thesis. Harvard University. Harvard, MA. Capítulos III, IV y V.
- De Pablo, Juan C. (2005):** *La Economía Argentina en la Segunda Mitad del Siglo XX, (Tomo II)*. Editorial La Ley. Buenos Aires.
- De Pablo, Juan C. (2010):** *200 Años de Economía Argentina (Nunca un Momento Aburrido)*. Ediciones B Argentina S.A. Buenos Aires.
- Di Tella, Guido (1983):** *Perón Perón 1973-1976*. Editorial Sudamericana. Buenos Aires.
- Escudé, Guillermo (1991):** "Evolución y Regulaciones del Sistema Financiero Argentino", en *Regulaciones de Actividades Económicas y Financieras, (comp.: Alberto Porto)*. Instituto Torcuato Di Tella. Buenos Aires, pp. 233-303.
- Estudio M.A.M. Broda y Asociados (1989):** "El Déficit cuasi fiscal desde el Plan Primavera". *Carta Económica*, Abril de 1989. Buenos Aires.
- Feldman, Ernesto y Juan Sommer (1986):** *Crisis Financiera y Endeudamiento Externo en la Argentina*. Centro Editor de América Latina. Buenos Aires
- Fernández, Roque B. (1986):** "Los Costos de Intermediación Financiera en el Sistema Bancario Privado de Argentina". *Revista Libertas N°5*. ESSEADE. Buenos Aires.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) (1987):** *El Gasto Público en la Argentina (1960-1985)*. Ediciones Manantial. Buenos Aires.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) (1990):** *Control de Precios e Inflación. La Experiencia Argentina Reciente*. Ediciones Manantial. Buenos Aires.
- Gaba, Ernesto (1977):** "Indexación y Sistema Financiero". *Revista Argentina de Finanzas N° 1*. Buenos Aires, 33-68..
- García, Alfredo y Silvia Junco (1987):** "Historia de la Renegociación de la Deuda Externa Argentina". *Boletín Informativo Techint N° 245*. Enero-Febrero, pp. 29-58.
- González, María C. y Gloria Sorensen (1990):** "El Sistema Financiero Argentino bajo Hiperinflación". *Trabajo de Divulgación N° 1. Serie de Temas de Análisis del Crédito y del Sistema Financiero*. Gerencia de Financiación y Estudios del Sistema Financiero. Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires.
- Guissarri, Adrián (1989):** *La Argentina Informal*. Emecé Editores S.A.. Buenos Aires.
- Gutiérrez Girault, Alfredo (1989):** "Propuestas para el Saneamiento Global del Sistema Financiero", en *Saneamiento de Bancos. Estudios de Crisis Financieras en la Argentina, Colombia, Chile, España, EE.UU., Italia y Uruguay (Comp.: Juan Carlos Casas)*. Ediciones El Cronista Comercial. Buenos Aires. Cap. 4, pp. 131-151.
- Kacef, Osvaldo L. y Norma Riavitz (1981):** "Participación del Sector Público en la Demanda de Crédito". *XIV Jornadas de Finanzas Públicas*. Universidad Nacional de Córdoba. Facultad de Ciencias Económicas.



- Laeven Luc y Fabián Valencia (2008):** "Systemic Banking Crises: A New Database". *IMF Working Paper WO/08/224*. International Monetary Fund. Washington DC.
- Lagos, Martín (1982):** "Anatomía Política de una Aberración Económica". *Indicadores de Coyuntura N° 200*. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. Buenos Aires. Noviembre.
- Legnini, Claudia y Miguel Llitas (1997):** "Regulación y Liberación Financiera, su Incidencia sobre el Grado de Profundización y Fragilidad". *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*. Universidad Nacional del Sur. Bahía Blanca.
- López Murphy, Ricardo H. (1982):** "Aspectos Fiscales de la Cuenta de Regulación Monetaria". *Ensayos Económicos N° 31*. Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires.
- Massot, Juan M. (2010):** "Un Análisis de la Política de Tipo de Cambio Administrado 2006-2010". *Informe Económico Mensual*. Diciembre de 2010. N° 79, pp. 13-21. Instituto de Investigaciones Económicas. Universidad del Salvador. Buenos Aires.
- Morales Solá, Joaquín (1982):** *Asalto a la Ilusión. Historia secreta del poder en Argentina desde 1983*. Editorial Planeta. Buenos Aires.
- Piekarz, Julio (1984):** "Compensación de Reservas de Efectivo Mínimo-La Cuenta de Regulación Monetaria, el Resultado Cuasi Fiscal del Banco Central y la Transformación del Sistema Financiero Argentino". *Ensayos Económicos N° 31, 2da. Parte*, Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires, pp. 29-155.
- Piekarz, Julio (1987):** "El Déficit Cuasi Fiscal del Banco Central". *Revista de Economía N° 2*. Banco Central del Uruguay, Montevideo, 95-168.
- Rodríguez, Carlos A. (1984):** "El Plan Austral". En *Inflación y Estabilización: La experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México (1988)*. (Comp.: Michael Bruno, Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer). El Trimestre Económico-Fondo de Cultura Económica, México DF, 244-252.
- Rodríguez, Carlos A. (1990):** "Managing Argentina's External Debt: The Contribution of Debt Swaps". *Documento de Trabajo N° 68*. Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (C.E.M.A.). Buenos Aires.
- Rodríguez, Carlos A. (1993):** "Economic Consequences of Quasi Fiscal Deficits". *Documento de Trabajo N° 91*. Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (C.E.M.A.). Buenos Aires.
- Rubini, Héctor J. (1991):** "Déficit cuasi fiscal, Dinero Endógeno, y Política Monetaria en Alta Inflación: La Experiencia Argentina". *Tesis inédita (Seminario Lic. en Economía)*. Universidad Nacional de Rosario. Facultad de Ciencias Económicas y Estadística.
- Salama, Elías (1984):** "Pago de Intereses por las Reservas de los Bancos y Estabilidad Macroeconómica". *Ensayos Económicos, N°30*. Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires, pp. 1-38.
- Videla, Ludovico (1999):** "El Programa de Asignaciones Familiares y la Necesidad de su Modernización". *Fundación Norte y Sur*. Buenos Aires.

## II. Artículos periodísticos consultados:

- Lagos, Martín (1986):** "Diez Lecciones del Plan Austral". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 29 de agosto de 1986.
- Murolo, Felipe R. (1988 a):** "Pese a Todo, la CRM Aún Goza de Buena Salud". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 9 de marzo de 1988.
- Murolo, Felipe R. (1988 b):** "En la Argentina La Deuda Pública Interna es Cada Vez Más Onerosa". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 21 de julio de 1988.
- Stamati, Domingo I. (1985):** "El Banco Central como Intermediario Financiero". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 27 de noviembre de 1985.
- Stamati, Domingo I. (1987):** "Las Nuevas Emisiones de Bonos". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 2 de febrero de 1987.
- Szewach, Enrique (1986):** "Sobre Gasto y Déficit: Aclarando Confusiones". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 4 de septiembre de 1986.
- Szewach, Enrique y Domingo I. Stamati (1986):** "El Gasto Cuasifiscal: Reinventando la Pólvora". *El Cronista Comercial*. Buenos Aires. 29 de agosto de 1986.





### III. Material adicional consultado (varios números)

#### Diarios y semanarios:

Ambito Financiero

Clarín

La Nación

El Cronista Comercial

El Economista.

#### IV. Otros:

**B.C.R.A. a (1972-88):** *Memoria Anual*. Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires.

**B.C.R.A. b (1972-93):** *Boletín Estadístico*. Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires.

**Carta Económica** (Estudio M.A.M. Broda y Asociados).

**Indicadores de Coyuntura** (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas).